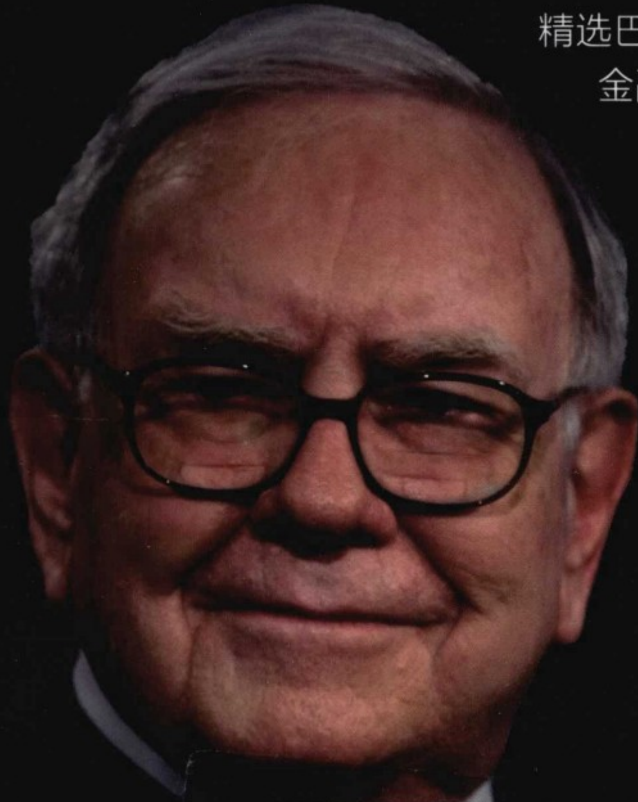
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精选巴菲特40年间致股东信件
金融行业管理者必读书



巴菲特致股东的信

管理篇

[美] 理查德·康纳斯◎著
何正云◎译



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

巴菲特致股东的信

管理篇

［美］理查德·康纳斯◎著
何正云◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特致股东的信（管理篇）／（美）康纳斯著；何正云译．—北京：中信出版社，2010.8

书名原文：Warren Buffett on Business: Principles from the Sage of Omaha

ISBN 978-7-5086-2215-6

I. 巴…　II. ① 康…　② 何…　III. 股份有限公司－企业管理　IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 128900 号

Warren Buffett on Business: Principles from the Sage of Omaha

Copyright © 2010 by Richard J. Connors.

Simplified Chinese translation Copyright © 2010 by China CITIC Press

All Rights Reserved. This translation Published under license.

巴菲特致股东的信（管理篇）

BAFEITE ZHI GUDONG DE XIN

著　　者：[美] 理查德・康纳斯

译　　者：何正云

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京京师印务有限公司

开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　印　　张：17.25　　字　　数：193 千字

版　　次：2010 年 8 月第 1 版　　印　　次：2010 年 8 月第 1 次印刷

京权图字：01-2010-0719

书　　号：ISBN 978-7-5086-2215-6/ F · 2029

定　　价：45.00 元

版权所有・侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000

服务传真：010-84264033

http: //www.publish.citic.com

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导言

大多数有关沃伦·巴菲特的书都一直关注他怎样投资，以及你怎样能够像他一样去投资。当有人问我“我怎样能够像沃伦·巴菲特一样投资”的时候，我的回答是简单而且直接的：要么买伯克希尔·哈撒韦的A级股票，要么就买伯克希尔·哈撒韦的B级股票。在他于1987年致伯克希尔股东的信中，巴菲特也这样建议：“如果他们想分享伯克希尔·哈撒韦正在买入的任何东西，他们可以买入伯克希尔·哈撒韦的股票。但是，这个回答或许简单得有点过头了。”巴菲特还说，大多数个人投资者还可以购买股票指数基金，因为这些基金的成本很低，而且它们的表现超过了绝大多数专业的投资经理。2008年1月，为了证明他的这个观点，巴菲特与对冲基金门徒合伙基金公司（Protege Partners）打赌（双方各拿出大约32万美元的资金，最后的收益将交给胜出一方所选择的慈善机构），对方精心选出来的基金在随后的10年之内，跑不赢标准普尔500指数。门徒合伙基金公司的一位负责人说：“对我方来说，比较幸运的一点是，我们赌的是超过标准普尔500指数的表现，而不是巴菲特的表现。”

在过去的3年中，我在圣路易斯华盛顿大学终身学习学院开了一门关于巴菲特的课程。这一切都始于2006年4月，当时我写了一封信给巴菲特，告诉他我想开这门课程。4天之后，他给我回了信，对我进行了鼓励，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并表示支持这门课程。收到他的信后，我非常激动，但是比我更激动的是一位女士，她把这封信裱起来，挂在我办公室的墙上。从那以后，巴菲特和我定期就这门课程进行电子邮件往来。2007 年 1 月，在他的邀请下，我去了奥马哈，并且在他的办公室里见到了他。尽管他的日程很满，但是他总是给我留出时间。

这是一本完全不同的书。它讲的不是关于巴菲特怎样投资，或者你怎样可以像他一样投资。这本书讲的是巴菲特平等、真诚地对待他的员工和股东，并与他们友好沟通，以及巴菲特负责任的公司治理，他合乎道德的行为，他的耐心和坚毅，他勇于承认错误的美德，他对待工作的激情，还有他的风趣幽默。所有这一切都是你可以从某一个人身上学到的吗？在我的眼里，我认为是的。就有那么一些人，他们就是如此独特、如此特殊，我们找不到什么言辞来恰当地描述他们。巴菲特的天分在于他的性格。他的完美是无与伦比的。他的耐心、纪律和理性异于常人。

巴菲特，或者说伯克希尔·哈撒韦的企业管理模式，无论是在大公司还是在小公司的管理中，都应该是企业高管、企业家以及商学院的学生必修的科目。股东、雇员以及公众，都会从应用他的管理原则，以及效仿他的坦率、真诚和正直的行为方式中获益匪浅。他的生活哲学和思想在他身后，还将流芳百世。当你去芜存菁后，你会发现，有效的企业管理模式，即沃伦·巴菲特所独有的方式异乎寻常地明显和简单。他对自己的商业原则的描述是“简单、老套而且为数不多”。

用查理·罗斯的话说：“当你花了一年的时间与某个人在各种不同的场合进行交谈，你就会明白是什么在激励着他。从与沃伦·巴菲特的谈话中，你会发现是什么在激励着他呢？是他对公司的满腔热情，对朋友的满腔热情，对工作的满腔热情，以及对生活的满腔热情。这是一个生活中充满了快乐的人。”

本书内容主要是从他在四个 10 年（1977~2008 年）的时间跨度内致伯克希尔·哈撒韦股东的信中精选出来的文章，本书将其按照不同的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题重新进行了编排。在这个过程中，最困难的工作是决定不要哪些材料。我强烈地建议你完整地阅读他的那些信件。那些信件你可以免费地从伯克希尔·哈撒韦的网站上看到。另外，我也建议你阅读一下本杰明·格雷厄姆所著的《聪明的投资人》一书。

我希望这本书能够在你成为一个更好的经理人的道路上对你产生教育和鼓舞的双重作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

导　言　XI

第一章　把股东看做合伙人　1

“尽管我们的组织形式是有限责任公司，但是，我们所秉承的态度是合伙人制。”

第二章　创造自己的公司文化　5

“如果你拥有一种良好的企业文化，那么我认为你可以让你的规章制度变得非常简单。”

第三章　董事怎样管理公司　17

“在伯克希尔，董事会成员所走的，是与股东同样的道路。”

第四章　伯克希尔·哈撒韦的经理人　31

“他们热爱他们的企业，他们像所有者一样思考问题，而且他们充分展示了正直和能力。”

第五章　坦诚的年度报告　37

“作为经理人，查理和我都想为我们的所有者提供那些如果我们和他们互换位置，我们会希望得到的财务信息和说明。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　并购内布拉斯加家具卖场　47

“我们给布夫人开了一张 5 500 万美元的支票，而她给了我们承诺。这样就达成了一项公平的交易。”

第七章　并购GEICO　55

“股票中我的最爱。”

第八章　并购通用再保险公司　63

“我们认为衍生产品是大规模杀伤性金融武器，其危险尽管现在还没有显现，但是具有潜在的致命性。”

第九章　风险评估与管理　79

“不要认为我们失去了对风险的胃口。我们仍然准备着为单独的事件损失 60 亿美元，前提是我们为这个假定的风险收到了合理的保费。”

第十章　合理确定高管薪酬　87

“在伯克希尔，我是一人薪酬委员会，决定着大约 40 个规模很大的营运企业的首席执行官的薪酬和对他们的激励机制。我在这方面的工作上要花多少时间？严格来说，我一点时间都没有花。在我们 42 年的历史上，有多少位首席执行官主动离开我们去做其他的工作？准确地说，一个也没有。”

第十一章　学会时间管理　95

“沃伦·巴菲特打造了这么一种生活，这种生活使他能够以让他觉得舒服而且在各方面都富有成效的方式做他自己喜欢的事情。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 化解所罗门危机 101

“造成公司亏钱，我可以原谅；造成公司名声丝毫的损伤，别怪我无情。”

第十三章 管理原则与实践 113

“简单、老套而且为数不多。”

第十四章 规范管理者的行为 145

“首席执行官必须将管家意识当成自己的生活准则，并将公司资产的所有者当做合伙人，而不是傻瓜。现在是首席执行官们回到正确道路上的时候了。”

第十五章 “我所犯过的错误” 157

“我犯下的最愚蠢的错误，或许将出现在将来。我会回溯每一年，看看我曾经犯过的那些错误。”

第十六章 关于个人投资的建议 169

“你作为投资者需要确立的目标，应该只是简单地以一个合理的价格购买一家业务简单明了的企业的部分股权，而且它的收益还必须确保在从现在开始算起的 5 年、10 年和 20 年内都切实出现实质性的增长。”

第十七章 巴菲特的人生忠告 183

“不要等到七老八十了才去做自己想做的事情。在你对你所做的事情勉为其难的时候，为什么要用一生来等待那个关键的时刻呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

第十八章　管理小幽默　195

“就算审计师愿意证明尾巴是脚，你自己也必须保持清醒。”

附录A　201

沃伦·巴菲特：大事记

附录B　209

伯克希尔·哈撒韦公司：
《所有者手册》，与所有者有关的业务原则
（1999年1月）

附录C　221

伯克希尔·哈撒韦公司：
业务管理与道德规范

附录D　229

于2008年7月23日给伯克希尔·哈撒韦经理人的备忘录

附录E　233

伯克希尔·哈撒韦公司治理准则
（于2006年2月27日修订）

附录F　239

内在价值

附录G　243

格雷厄姆-多德村的超级投资人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录H　253

伯克希尔的业绩与标准普尔500指数的对比

附录I　257

伯克希尔·哈撒韦公司普通股

致　谢　259

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 ■ 把股东看做合伙人

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我们的组织形式是有限责任公司，但是，我们所秉承的态度是合伙人制。查理·芒格和我把我们的股东看成所有者合伙人，而我们自己是经营者合伙人……我们没有把公司本身看成是我们所拥有的商业资产，而是将公司看成一个管道，我们的股东通过这个管道来拥有资产。

首席执行官们必须将管家意识当成自己的生活准则，并将公司资产的所有者当做合伙人，而不是傻瓜。现在是首席执行官们回到正确道路上的时候了。

——沃伦·巴菲特

长期合伙人

查理和我希望，你们不要把自己仅仅看成一张价格每天起起落落的小纸片的拥有者，而且当某种经济或者政治事件的出现让你觉得紧张的时候，这张纸片还是你首先拿出来抛售的东西。反之，我们希望你把自己看成一个你希望与之同生共死的企业的共同所有者，就像你与你的家人共同拥有一家农场或者一套住房的情况一样。对于我们来说，我们不会把伯克希尔·哈撒韦（简称伯克希尔）的股东看成不停地进进出出的一大群连脸都无法看清楚的人，而是把他们看成为了打造美好的晚年生活，把自己的资金委托给我们的联合投资人。

有证据表明，大多数伯克希尔的股东事实上都已经接受了这个长期合伙人的理念。伯克希尔股票的年度换手率与其他的美国主要公司的股票相比非常低，就算是在把我所持有的股票从计算中排除之后，情况也没有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么太大的不同。

在实际的操作中，我们的股东对待伯克希尔股票，与伯克希尔对待它所投资公司的股票的态度如出一辙。作为像可口可乐和吉列这样的公司股票的所有者，我们把伯克希尔看成这两家非凡公司的非执行合伙人，我们用它们的长期发展来衡量我们的成败，而并不看重它们的股票价格每一个月的波动情况。其实，即便几年过去了，这些公司的股票都没有交易，也没有报价，我们也不会有丝毫的担心。如果就长期而言我们有一个很好的预期，那么短期的价格变化对我们来说没有丝毫的意义，当然，它们可能给我们提供非常有吸引力的价格增长机会的情况除外。

查理和我不能够承诺给你们一个什么样的结果。但是**我们能够保证，无论你们在什么时间段选择成为我们的合伙人，你们的财富都会与我们完全步调一致地共进退**。我们对通过拿高薪或者期权，又或者任何形式的收益来"宰"你们没有任何兴趣。我们是要赚钱，但是，只有我们的合伙人赚了，而且是以与我们完全相同的方式按比例赚到了，才是我们真正的目标。另外，当我做蠢事的时候，我希望你们能够从我自己也按照相应的比例遭受了财务损失这样一个事实中得到一些安慰。

在伯克希尔公司，我们相信公司的钱是公司所有者的钱，在这一点上，我们与一个封闭型控股公司、合伙人制企业或者独资企业的情况是一样的。

共同进退

我们能够向你提供的承诺除了更多的适当收益之外，还有在你对伯克希尔拥有所有权期间，你的境遇与查理和我是完全一样的。如果你感到痛苦，那我们也会感到痛苦；如果我们的财富增长，那你也会这样。而且，我们不会通过引入薪酬安排机制，让我们自己在参与公司活动的过程中趁有好处的时候多占，而在有麻烦的时候少受损失，来破坏这个规矩。

我们还进一步向你承诺，我们个人的财富将大规模地集中到伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票上：我们不会要求你与我们一起投资，然后又将我们自己的钱投到别的地方。另外，伯克希尔还管理着我们自己绝大多数家人的投资组合，以及在20世纪60年代查理和我经营合伙人制企业的时候就加入我们这项事业的很多老朋友的投资组合。这些情况可以说是我们尽一切力量做到最好的最根本的动机。

尽管我们最大的目标是让我们的全体股东从对伯克希尔的所有权中获得的收益最大化，但是我们也希望使那些以牺牲别人的利益为基础而流向某一部分股东的利益最小化。这些都是我们在经营管理一个家族合伙人制企业的时候所追求的目标，而且我们相信，它们对一个上市公司的经理人也同样重要。在一个合伙人制企业里，公平机制要求合伙人的利益在合伙人进入或者退出的时候得到同等重视；在一个上市公司里，只有当市场价格与内在价值同步的时候，才有公平可言。很显然，投资人并不总是能够碰到这种理想的状况，但是，一位经理人通过他采取的策略和交流方式，在促进公平方面可以发挥很大的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 ■ 创造自己的公司文化

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么没有更多的公司和投资者复制伯克希尔·哈撒韦的模式？这是一个非常好的问题。我们的方法已经让我们取得了成功。看看我们、我们的经理人以及我们的股东所得到的快乐。更多的人应该复制我们的方法，这并不困难。但是，看上去很困难，因为它不是常规的方式——不是人们在通常的情况下做事的方法。我们的管理费用很低，我们没有季度的目标和预算，也没有标准的人事体系，而且我们的投资更加集中，其集中程度远远超过了平均水平。这种方式很简单，而且其实是基于常识的。

——查理·芒格

最重要的是我们大家持续狂热地捍卫伯克希尔的名誉。我们做不到完美无缺，但是我们可以尽力而为……我们损失得起金钱，甚至是大笔的金钱，但是我们无法承受名誉的损失，哪怕是丝毫的名誉损失。我们必须继续坚持对我们的每一步行动进行权衡，权衡的标准不仅包括它是否合法，还包括我们是否能够很高兴地看到它出现在由最不友好，但是很有智慧的记者写的发表在全国性报纸头版上的文章里。

——沃伦·巴菲特

我认为我们在伯克希尔的每一个角落都拥有一种切实的良好的文化氛围。我希望它充斥着每一个角落。这是我们所期待的，而且与其说这是一个管控的问题，不如说这是一个文化的问题。如果你拥有一种良好的企业文化，那么我认为你可以让你的规章制度变得非常简单。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给巴菲特打个电话

我们长期追求的目标是成为企业“首选的买方”——尤其是那些由家族所创办和拥有的企业。要想达到这个目标，唯一的办法就是让伯克希尔确实值得拥有这种地位。那就意味着我们必须严守我们的承诺，避免以高杠杆率的形式并购企业，授予我们的经理人非同一般的自主权，而且，无论市场情况好坏都坚持持有我们所购买的企业（尽管我们更喜欢市场走势如芝麻开花节节高）。

我们的历史记录与我们所宣称的保持一致。然而，很多买家都会与我们竞争，但是他们用的是另外的手段。对于他们来说，他们并购的只是“商品”。在他们的购买合同上的墨迹都还没有干的时候，这些操盘手已经在谋划着“退出战略”了。因此，**当我们遇到那些真正关心自己企业的卖家时，我们就拥有了一个撒手锏。**

向后倒推几年，我们的竞争对手被称为“杠杆收购（LBO）操盘手”。但是这一说法成了坏蛋的代名词。所以，这些从事收购的公司决定以一种冷血的方式，改变它们的名称。然而，它们没有改变的，是它们以前的并购活动中那些本质性的成分，包括被它们视为至宝的收费结构，以及对高杠杆率的喜好。

它们的新标签变成了“私募股权”，一个颠倒黑白的名称：这些公司进行的收购，几乎没有任何差别地导致了被收购方资本结构中的股权比例与被收购之前相比出现了急剧的减少。被并购的公司，就算那些只是在两三年前才被并购的公司当中，现在面临生死考验的也不在少数，其主要的原因，是那些作为买方的私募股权堆积在这些公司身上的债务压力。大多数的银行债务正在按每1美元面值低于70美分的价格出售，而公共债务的出售价格则更低。应该注意到的是，私募股权公司不再急于向它们所并购的资产投入其目前非常迫切需要的资金。相反，它们将它们剩余的资金捏得很紧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理自由

如果我们失败了，我们不会找任何的借口。查理和我是在非常理想的环境里进行运作的。从一开始，我们就得到了很多人非常不可思议的支持，他们具体负责我们旗下各项业务的经营。如果有一个企业家名人堂，它的名册里肯定应该包括我们这些首席执行官里的很多人。伯克希尔的经营成果如果出现缩水，那肯定不会是我们的经理人的错。

另外，我们崇尚一种难得一见的管理自由。大多数公司都戴着机构性限制的笼头。比如，某家公司的历史可能让它自己专注于某一个现在机会非常有限的行业。另一个更为常见的问题是，股东的意见常常迫使经理人跟随华尔街的曲调跳舞。很多首席执行官会抵制，但是也有人屈服，而且其所采取的一些运营和资本配置策略与他们在自己能够自由选择的时候可能作出的选择大相径庭。

在伯克希尔，无论是历史还是所有者的要求，都不会阻碍明智的决策。当查理和我犯错误的时候，这些错误用网球比赛术语来说，就是非受迫性失误。

很少有上市公司的首席执行官在类似的授权下进行运作，主要是因为他们的公司所有者中有那种只关注短期前景及报告收益的人。然而，伯克希尔拥有坚实的股东基础——他们会持有股票长达几十年的时间，这是上市公司领域里能够出现的最长的投资期限。事实上，我们的股票绝大多数是由那些直到临死都还想持有这些股票的人所持有的。我们因此可以要求我们的首席执行官们按最长期限的价值目标来进行经营，而不只是追求下个季度的收益。我们当然不会忽视我们的业务在当前所取得的业绩——在大多数情况下，这些业绩具有非常重要的意义，但是我们永远不会希望这些业绩是以牺牲我们更强大的竞争力为代价得到的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和正确的人做生意

我们发现，当所有者开始关心买主是谁的时候，并购是一件非常有意义的事情。我们希望与那些热爱自己的公司，而不是只爱一次出售能够带来的金钱的人做生意（尽管我们当然明白，他们为什么爱这些金钱）。当这些感情方面的附带条件存在的时候，那也就标志着这些重要的特质很有可能在这项业务里存在：诚实的账目、令人感到自豪的产品、对消费者的尊敬、一群忠诚的具有强烈方向感的员工。反过来，情况也基本上是这样。当一位所有者将他的业务拿出来拍卖的时候，如果他表现出对该业务所属行业完全失去了兴趣，那么你常常会发现这项业务在销售前被包装过，特别是当卖方是一个“金融资产所有者”的时候。而且，如果所有者的行为几乎没有体现出对他们的业务和他们的员工的任何尊重，那他们的管理通常也会对整个公司内员工的态度和行为方式产生负面影响。

当一项了不起的业务是由一个人或者是几辈人耗费了毕生的心血，用特别的才能打造出来的时候，对于所有者来说，公司被委托给谁，由谁来传承它的历史应该是非常重要的。查理和我相信伯克希尔提供了一个几乎是独一无二的家园。我们非常严肃地对创建了这项业务的人承担我们的义务，而伯克希尔的所有权结构确保我们能够履行我们的承诺。

对于一位商业领域的伦勃朗①来说，能够亲自为其作品选择永久性的收藏地，要远胜于将自己的作品交给一家信托事务所，或者对它没有任何兴趣的继承人进行拍卖。在过去的这些年间，我们与那些认识到这个真理的人进行了很多接触，并且将它应用到了他们的商业作品上面。我们会把参与拍卖的机会留给其他的人。

---

① Rembrandt（1606~1669），荷兰著名画家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持不变的文化

我认为，我们的企业文化保持几十年不变的可能性要大于我能够想到的任何其他公司。我们拥有一个随公司一起被完整买入的董事会。几乎在所有的并购行动中，这些董事本身就是大股东。他们已经看到了这种做法的成效。我们通过这种方式已经在 76 个企业中得到了 70 名经理人。他们就是因为我们的这种文化才选择加入了我们。这些经理人也看到了这种做法的成效。你们已经通过年度报告、年度会议让这种文化得到了很好的传播。我认为这是一种你们可能想象得到的最强的文化。我认为，任何试图糊弄它的人在这里待的时间都不会太长，而且事实上，我也会回来找他的麻烦。

除了我们，他们不会愿意与其他买方交易。这个道理实在很简单，因为他们知道他们会得到什么。他们知道他们的画作会进哪个博物馆。他们知道，他们的画作会挂在那里，而不会被扔到地下室，而且他们也知道，我们不会闯进来，并且让人把它们涂掉。

收购战略

我们不会参与不友好的收购行动。我们能够承诺完全保密，而且能够很快作出答复——一般情况下是在 5 分钟内明确回复我们是否有兴趣。(决定与布朗的交易，我们甚至 5 分钟都没要。）我们喜欢用现金购买，但是当我们得到的企业内在价值与我们付出的一样多的时候，我们也会考虑发行股票。

和很多企业买家不同，伯克希尔没有“退出战略”。我们购买后就持有。然而，我们确实有一个进入战略，在国内外寻找能够满足我们的六个标准，并且允许我们以一个能够产生合理回报的价格买到的企业。如果你有符合这样的要求的企业，给我打个电话。我会像一个充满期待的小女孩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，守在电话旁边。

有的时候，你的助手会说："别人也是这样做的。"如果这种逻辑是针对一次商业行动主要的评判标准，那么这种逻辑基本上可以说是一件坏事。当你评价一个符合道德标准的决策的时候，这样的说法是完全不可接受的。无论某人在什么时候以这样的说法为逻辑，在现实中，他们所表达的意思都是他们拿不出一个好的理由。如果有人给出了这样的解释，那就告诉他们试试用它去应付一下记者或者法官，看看可以得到什么样的结果。

我们的企业文化是非常老套的，有点像本杰明·富兰克林或者安德鲁·卡内基推行的文化。你能够想象卡内基会雇用一堆顾问吗？这种文化居然还这么有效，这真是很令人惊奇的一件事情。我们买入的很多企业也像我们一样老朽和守旧。

对于我们的很多股东来说，我们的股票就是他们所持有的全部，而且我们已经很强烈地意识到了这一点。我们的（保守主义）文化有着深厚的根基。这种根基的坚固令人惊异。我们这里能够比其他大多数地方更好地抵御灾难。我们一直都没有像其他人那样，花那么大的力气去推动这一切。

有关出售企业的一些想法

尊敬的________：

下面是我由我们那天所谈的内容产生的几点想法。

大多数企业所有者，将他们一生中最美好的时光都耗费在了打造他们的企业上。根据从过去无数次重复的经历中得出的经验，他们磨砺了自己在销售、采购、人员选拔等方面的技能。这是一个学习的过程，而且他们在某一年中所犯下的错误通常都有助于他们在接下来的年份中提高能力和取得成功。

相比之下，作为所有者的经理人只会有一次出售他们的企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历——通常都是处于一种令人伤感的氛围之中，充满了来自各方的众多压力。通常，主要的压力来自于经纪人，他们的报酬是按照一项出售的完成情况来计算的，而与买方和卖方此后的状况没有任何关系。这个决定对于所有人来说都显得如此重要，然而不仅从财务的角度看，而且从个人的角度看，它都会使这个程序更多地，而不是更少地倾向于向错误的方向发展。而且，对于人们在毕生只进行一次的企业出售过程中所犯的错误，是没有后悔药的。

价格是非常重要的因素，但是通常它并不是出售过程中最为关键的问题。你和你的家族拥有一家优秀的公司，或者说它在你们所处的领域中属于最优秀的公司之一，而且，任何买方都会注意到这一点。这个公司也会随着岁月的流逝变得更加有价值。所以，如果你决定不在现在出售，那么你在未来应该得到更多的资金。如果有这样的想法，你就可以在交易中表现得很强硬，而且会花费大量的时间去选择让你满意的买家。

如果你还是决定出售，我认为伯克希尔·哈撒韦拥有某些其他大多数买家不会具备的优势。从实际的业务操作看，所有买家都可以归入两种类型：

(1) 公司位于别的地方，但是经营着与你的企业一样的业务，或者在某种程度上与你的企业类似的业务。不论这样一个买家给你作出了什么承诺，通常这样的公司里都会有一些觉得自己知道怎么管理你的企业的经理人，因而，或早或晚，他们都希望对你给予某些“援助”。如果收购方是一家非常大的公司，那它肯定会有一大班在多年之中逐步雇用的经理人，他们大多都曾经得到过掌管未来所并购企业的承诺。他们都有自己做事的方式，而且尽管你的业务记录毫无疑问，要远胜过他们，但是人的本性在某些时候会让他们相信他们的运营方法更好。你或者你的家族成员或许有把自己的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业卖给了大公司的朋友，而且我猜想他们的经验会证实存在着这样的趋势，就是母公司会接管下属企业的经营管理，特别是当母公司熟悉这个行业，或者认为它熟悉这个行业的时候。

(2) 金融炒家，他们无疑是在用借来的巨额资金进行操作，他们计划只要时机成熟，就将你的企业转售给公众，或者转售给另一家公司。通常的情况是，这些买家最主要的贡献将是变更记账方式，以便收益可以在他们脱手之前以最有利的方式呈现出来。我随函附了一篇文章给你，这篇文章描述了这种类型的交易，这种交易正在变得司空见惯，因为股票市场在走高，而且支持这种类型交易的资金非常充裕。

如果目前的企业所有者主要的动机是将他们手里的筹码变现，而把企业本身摆到了后面，那么我刚才描述的这两种买家都能符合要求——大量的卖方属于这个类别。但是，如果卖方的企业是一件他倾尽毕生之力所创造出来的作品，而且成为他的人格和人生的一个组成部分的话，那么这两种类型的买家都存在严重的缺陷。

伯克希尔是另外一种类型的买家——一种不同寻常的类型。我们买来企业是为了持有，但是我们不在母公司的组织架构内安排运营人员，也不会试图这样做。我们拥有的所有企业都以一个异乎寻常的水准进行着有效的自我管理。在很多情况下，我们所拥有的主要企业的经理人很多年都不来一次奥马哈，或者甚至根本就互不认识。当我们买入一个企业的时候，卖方继续经营它，与出售之前没有什么两样；我们去适应他们的方式，而不是让他们来适应我们。

我们没有向任何人（包括家人、新雇用的MBA等）承诺，让他们经营管理我们从作为所有者的经理人手里购买来的企业。而且我们以后也不会这样做。

你可能知道我们过去进行过一些收购。我随函附了一份企业所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有者名单，我们曾经从他们的手上购买过企业，而且我邀请你去找他们落实我们的所作所为与当初的承诺有没有什么差异。你应该会对检查少数几家业务开展得不是很好的企业特别有兴趣，因为这样你就能够确定我们在困难的情况下是怎样做的。

任何买家都会告诉你他需要你的参与——而且如果他有点脑子的话，他肯定是非常需要你的。但是很多买家，由于上面所说的理由，不会在后来的行动中遵循早前所说的话。而我们将完全按照我们的承诺来做，其一是因为我们要恪守承诺，其二是为了在商业活动中取得最好的结果。

这里需要解释一下，为什么我们希望你家族中的经营人员继续持有公司20%的股份。我们需要80%的股份来巩固收益，这是出于税务方面的目的，对我们来说是很重要的一步。同样重要的是，经营管理这个企业的家族成员仍然是所有者。非常简单，如果我们觉得目前的经营团队中的关键人员不会留下来成为我们的合伙人，我们是不会买的。合同不可能保证你获得持续的收益，而我们只是简单地依赖于你的承诺。

我所涉足的领域是资本配置以及对高层人士的选择和薪酬制定。其他的人事决策、经营战略等是管理者自己的事情。有些伯克希尔的经理人跟我谈过他们的某些决策，有些没有。这取决于他们的个性以及在某种程度上，他们与我的私交如何。

如果你决定与伯克希尔进行交易，我们会用现金支付。你的企业不会被伯克希尔用来当做任何贷款的抵押物。交易也不应该涉及任何经纪人。

另外，这样的情况也不会出现：一项交易会被公告，而买方随后会退出，或者开始提出调整建议（当然，他会道歉以及辩解说银行、律师、董事会等应当受到谴责）。而且，最后，你会确切地知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道你在与谁做交易。你不会遇到一个高管与你谈判了几年后，又换另一个人来负责，或是总裁抱歉地告诉你，他的董事会要求进行这样或者那样的变动（或者可能要求出售你的企业去支持母公司的其他项目）的情况。

平心而论，我得告诉你，你卖出公司之后可能不会比现在更有钱。你对企业的所有权已经让你变得富有和获得了稳健的投资。出售企业会改变你的财富的形式，但是不应该改变它的金额。如果你出售企业，你将会把一项你100%拥有的很有价值的资产变换成你了解的另一种有价值的资产——现金，这些现金可能被投到你不是非常了解的其他企业的少量股票上。通常，卖方在出售企业的时候会有充分的理由，但是如果交易是公平的，这个理由就不应该是让卖方变得更富有。

我不是在与你纠缠；如果你有任何可能的出售意愿，就请你给我打电话。我会因为由伯克希尔与你的家族关键成员共同拥有的________而备感骄傲。我相信我们在财务上会做得非常成功，而且我相信你在接下来的20年中通过经营这个企业所得到的乐趣会与你在过去的20年中所获得的一样多。

谨祝

商安！

沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 董事怎样管理公司

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果经理人很能干，但是太贪婪，把手伸得太长，而且试图从股东的口袋里掏走太多，董事们就必须义正词严地抓住他们的手。

——沃伦·巴菲特

责任感与管家心态

真正的独立意识指的是在发现公司有什么事情确实做错了或者做得很愚蠢的时候，愿意去挑战一位强势的首席执行官，这是一位董事身上最有价值的特质。这种特质也很稀缺。这种特质就存在于那些自身利益与普通股东的利益一致，而且是高度一致的高层人士中间。

我们在伯克希尔进行过这项研究。我们现在有 11 名董事，他们每一位与其家族成员持有的伯克希尔股票的价值都超过了 400 万美元。另外，更为重要的是，他们持有伯克希尔大量股票的情况已经持续了很多年。这 11 人当中的 6 人的情况是，其家族所拥有的股票价值至少高达数千亿美元，而且开始持有的日期至少都在 30 年以前。所有 11 名董事所持的股票都是像你们一样在市场上买入的；我们至今都没有分配过期权，公司也不存在有限制的股份。查理和我都喜欢这种真正的所有权。不管怎么说，大家仔细想想，谁会认真清洗一辆租来的汽车？另外，伯克希尔的董事津贴是象征性的（我的儿子霍华德时不时会提醒我这一点）。因此，所有这 11 人从伯克希尔所得到的好处，与其他任何伯克希尔股东获得的好处是完全一样，按持股比例分享的。而且，这样的做法我们还会继续保持下去。

对于伯克希尔的董事们来说，他们所面临的不利因素确实要超过你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们，因为我们没有买过任何董事和领导责任保险。因此，如果我们的董事在职责范围内真的有什么灾难发生，他们将承担的损失要远超过你们的损失。

我们的董事的底线：你们盈利，他们盈利更多；你们亏损，他们亏损更多。我们的方式或许可以被称为所有者资本主义。我们再也找不出比这种模式更好的方式来实现真正的独立了。（然而，这种结构并不能保证完美的行为：我身处那些伯克希尔持有其巨额股份的公司的董事会里，在往有问题的提案上盖橡皮图章的时候，也总是保持沉默。）

除了做到独立之外，董事们还应该具有商业头脑、重视股东的利益以及真正对公司感兴趣。在这些品质中，最难得的是商业头脑——如果这一条缺失，其他两条也没有什么意义。很多人都很聪明、口齿伶俐，而且令人敬畏，但是缺乏对公司的真正了解。这不是什么罪过；他们在哪里都会光彩夺目，但是他们不应该被放在公司的董事会里。这就像把我放在一家医疗或者科技公司的董事会里，我不会有一丁点儿的作用一样（尽管我可能受到一位希望我按他自己的方式管理公司事务的董事长的欢迎）。我的名字可能会进入董事名单，但是要我对各种方案提出关键性的评价，我还没有足够的知识储备。另外，为了掩饰我的无知，我可能会保持不出声（如果你能够想象得到这种情况的话）。在实际工作中，我完全可以被一盆盆栽植物替换掉，而不会带来任何损失。

去年，当我们打算改组我们的董事会的时候，我邀请那些相信自己拥有成为伯克希尔董事所需品质的投资人毛遂自荐。尽管我们既没有提供责任保险，也没有提供实质性的报酬，我们还是收到了超过 20 份申请。这些申请人绝大多数都非常不错，都重视所有者的利益，而且其家族持有的伯克希尔股票价值合计超过了 100 万美元。在对他们进行了认真考虑后，查理和我在获得在职董事们的一致同意之后，邀请了 4 位没有自荐的股东加盟董事会：他们是戴维 · 戈特斯曼、夏洛特 · 盖蒙、唐纳德 · 基奥以及汤姆 · 墨菲。这 4 个人都是我的朋友，而且我非常了解他们的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们进入伯克希尔董事会后发挥了很强的业务才干。

监督经理人

经理人的能力和忠诚需要得到长期的监督。事实上，在将近 2 000 年以前，耶稣就对自己的追随者发表了讲话，赞扬了“某一位富人”，这位富人对他的经理人说，“报告一下你的管家工作，因为你有可能不再是管家”。

责任感与管家心态在过去的 10 年中开始衰落了，成了一种被那些在大泡沫时代暴富的人看不起的品质。随着股票价格的上涨，经理人的行为水准下降。直到 20 世纪 90 年代末，那时出现的情况是，那些在高速公路上疾驰的首席执行官们没有遇到什么大的交通问题。

我们应该注意到，大多数的首席执行官都是些平常的男男女女，你可能很乐意把他们当成我们孩子的资产的托管人，或者就像是隔壁邻居。然而，在最近几年，他们当中有太多的人在工作中的表现实在令人不敢恭维，他们篡改数据，而且为很平庸的业务成果收取肮脏的费用。这些举止不端的人只是简单追随预言家梅·韦斯特的职业道路：“我曾是洁白的雪花，但是我堕落了。”

理论上，公司的董事会应该提前防止这种堕落的行为。我上一次写到有关董事责任的内容是在 1993 年的年报里。（如果你需要，我们可以将相关的内容寄给你，或者你也可以在互联网上，从 1993 年的年报里有关公司治理的章节中读到相关的内容。）在这份年报里，我说过，董事“应该像身边存在着一位缺席的所有者一样行事，他们应该尽一切努力以所有合理的方式促进他的长期利益”。这就意味着董事应该撤掉那些表现平庸或者糟糕的经理人，无论他有多么招人喜欢。当一位 85 岁高龄的巨富问他那当歌舞女郎的新娘如果他失去了所有的金钱，那她是否还会爱他的时候，这位年轻的美女回答说：“当然了，我会想念你，而且我会仍然爱着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你。"董事们的反应就应该像这个女孩一样。

在 1993 年的年度报告中，我也说到了董事的另一项工作："如果经理人很能干，但是太贪婪，把手伸得太长，而且试图从股东的口袋里掏走太多，董事们就必须义正词严地抓住他们的手。"自从我写下了那些文字之后，经理人的手伸得太长的情况成了一种常态，但是被制止的情况则微乎其微。

为什么这些聪明而且体面的董事们会出现如此可怕的错误？答案不在于没有足够的立法——这一点一直都非常清楚，董事有责任代表股东的利益，答案在于一种我所称的"董事会会议室氛围"。

董事的素质

比如，在一个坐满了衣冠楚楚的来宾的董事会会议室里，与会者几乎不可能提出首席执行官是否应该被更换的问题。面临同样窘境的问题还包括已经得到首席执行官批准的并购建议，特别是当公司的内部员工和外部的咨询专家在场，并且一致支持他的决定的时候。（如果他们不支持，他们就不会出现在会议室里。）最后，当一如既往地得到了由收费高昂的咨询顾问全力支持的薪酬委员会就有关授予首席执行官巨额期权的情况进行报告的时候，如果一位董事建议委员会重新考虑，那就会像在宴会桌上打嗝一样令人难堪。

要解决这些"社交"难题，我们有必要召开没有首席执行官出席的外部董事常规会议——一项正在进行的改革，而且我举双手赞成。然而，我还不确定，这些新的治理规则和建议中的大部分是否能够提供与其所产生的资金成本和其他成本相符的好处。

最近的呼声是要求有"独立的"董事。人们渴望看到独立思考和说话的董事当然是对的——但是这些董事也必须是对企业有独到的见解、有兴趣而且以股东利益为中心的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我 1993 年的评论中，我把这些说成是三种根本的素质。在一个 40 年的时间跨度内，我已经进入过 19 家上市公司的董事会（不包括伯克希尔的），而且与大约 250 名董事打过交道。按照今天规则的定义，他们大多数是“独立的”。但是这些董事中，绝大多数人缺乏我推崇的三种品质中的至少一种。其结果是，他们对股东福利的贡献，最好的情况是微乎其微，而最常见的情况是负面的。这些人尽管可以说是聪明而体面的，但是就因为对公司的了解不够深入，而且/或者对股东的关心不够，他们不会质询那些愚蠢的并购，以及那些臭名昭著的补偿方案。我也必须无地自容地补充说，我自己也常常做得不够好：当管理层提出那些我判断有违股东利益的提案的时候，我在太多的时候保持了沉默。在那样的情况下，一团和气战胜了独立性。

组建董事会

那些有人提出而且几乎确定要生效的规则将要求伯克希尔的董事会进行改组，从而迫使我们增加符合法规要求的人来担当“独立”董事的大任。

要这样做，我们将增加一项测试，我们相信，在促进独立性方面，这项测试是很重要的，但是远不是决定性的：我们将挑选拥有巨额的，而且是真实的所有者权益的董事（也就是说，他们的股票是他们自己或者家族成员出钱购买的，而不是由伯克希尔送的，或者通过期权得到的），期望用这些权益影响他们的行为，并使其行为水准达到一定的高度，从而抑制其他的考虑，诸如名望和董事津贴。

这让我们想到了一个通常会被忽略的有关董事薪酬的问题，上市公司的平均水平或许为每年 5 万美元。这让我难以理解，很多董事在这些钱占他们年度收入的 20%或更高比例的情况下，怎么可能被认为是独立的呢？而与此同时，举个例子说，罗恩·奥尔森是我们的董事，只因为他从伯克希尔获得了占其巨额收入很小百分比的合法收入，他就有可能被认为并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不独立。正如投资公司的大鳄们所提出的，一个大半收入严重依赖董事津贴，而且强烈希望能够被邀请进入其他的董事会以便挣得更多董事津贴的董事，是非常不可能冒犯一位首席执行官或者是其他董事同僚的，因为他在很大程度上会在意自己在这个企业圈子里的名声。如果监管者相信，“可观的”金钱玷污了独立性（而且肯定是这样的），那他们就忽视了一个可能存在着犯规者的广泛的社会阶层。

在伯克希尔，为了保证津贴对我们的董事没有太大影响，我们付给他们的津贴是非常微薄的。另外，为了不让我们的董事与我们可能会遭遇的任何企业灾难分割开来，我们没有为他们办理管理者和董事的责任保险（这是一个不规范的做法，也不是不经意的，我们在几年之中为我们的股东省下了好几百万美元）。基本上，**我们希望，我们的董事们的行为模式是由某些决定对他们家庭的资产净值所产生的影响驱动的，而不是由报酬驱动的。**查理和我作为经理人就是这样来执行的，而且我们认为，对于伯克希尔的董事们来说，这种做法也是对的。

为了找到新董事，我们会查遍我们的股东名单，找到那些直接或者通过家族长时间拥有大量伯克希尔股票，即价值数百万美元股票的人。符合这个标准的人应该自动接受我们的两个测试，具体来说，就是他们必须对伯克希尔感兴趣，而且必须重视股东的利益。在我们进行第三项测试时，我们会看看他们的商业悟性，他们在这方面的能力要远超过平庸才行。

最后，将来会继续有巴菲特家族的成员出现在董事会里。他们在这里不是为了在我死后来管理公司，他们届时也不会接受任何形式的补偿。他们的目的，是为我们的股东和经理人确保当我被其他的首席执行官替代以后，伯克希尔独特的文化能够继续成长。

无论我们对我们的董事会结构作出什么样的改变，我们都不会改变查理和我管理伯克希尔的方式。我们要继续强调，在我们的工作中，实质内容远胜于形式，而且我们在为董事会工作期间，会尽可能不将时间浪费在作秀性质的表演和肤浅的活动上。我们的董事会最重要的工作，应该是为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理和我挑选继任者，而且这也将是董事会关注的事务。

迄今为止，我们的董事会的目的一直都是监管一家以股东利益为导向的企业，确保它按照《所有者手册》第68页至第74页上所设定的经济原则持续经营（我强烈要求所有新进加入的股东认真阅读该手册）。

我们的目标是吸收那些致力于同样原则的新的董事会成员加入。

我无法不提到这一点，耶稣对独立的标准的理解要远比那些抗议机构清晰。在《马太福音》中，他提到："你的财富在哪里，你的心就在哪里。"就算是对于一家机构投资者来说，80亿美元也应该算得上是"财富"了，这个金额已经远远超出了伯克希尔在通常的情况下能够从它与可口可乐的交易中赚得的任何利润。

按照《圣经》的标准衡量，伯克希尔的董事会是一个典范：(a) 每个董事都是一个至少拥有价值400万美元的股票的家族成员；(b) 这些股票中，没有任何一股是通过期权或者赠与的方式从伯克希尔获得；(c) 没有任何董事从公司得到过比他们的年收入零头多一点点的委员、顾问或者董事津贴；(d) 尽管我们拥有标准的公司补偿安排，但是，我们没有为董事办理任何的责任保险。

在伯克希尔，董事会成员所走的，是与股东同样的道路。

伯克希尔的董事会已经完全开诚布公地讨论过3个候选人中的每一个人，而且已经通过匿名的方式就一个如果我今天需要被取代，那他马上就能够继任的人选达成一致。对于这个问题，董事们仍然会了解到最新的进展情况，而且随着条件的改变，也可以改变他们的意见——新的管理之星可能会出现，而目前的这些有可能暗淡下去。最为重要的一点是，董事们现在完全知道，而且未来也都能够知道当需要出现继任者的时候，他们要做什么。

另外一个必须要谈的问题是，董事会是否已经准备好了，当我需要被取代不是因为我的死亡，而是因为我的衰老，尤其是这种衰老伴随着我狂妄地认为我将达到卓越的管理中新的巅峰的时候，他们怎么作出改变。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题不会是仅仅针对我的。查理和我在伯克希尔的下属企业里，已经面临了很多次这样的局面。人类的老化具有很大的差异——但是或迟或早，他们的才能和精力都会走下坡路。有些经理人进入 80 岁以后仍然能够保证思维非常敏捷——查理是一个奇迹，他在 82 岁高龄还能做到这一点，而有些人在 60 岁后就明显地衰老了。当他们的能力开始下降，他们自我评估的能力也就面临同样的问题。也有人常常需要保持警醒。

当对我来说那个时刻来临时，我们的董事会必须义无反顾地站出来。从经济学的角度看，所有董事会成员都具有异乎寻常的这样做的动机。在我所知道的这个国家里的其他董事会中，没有任何一个董事的经济利益会像这样与股东的完全一致。能够接近我们的董事会水平的都属凤毛麟角。然而，要站在个人的立场告诉别人，尤其是一位朋友，说他或者她不再有任何的能力，这对于绝大多数人来说都是相当困难的事情。

但是，如果我面临那种情况，那么我们的董事会会如实相告，这其实是在帮我。我所持有的每一股伯克希尔的股票，都将流入慈善机构，我希望社会能够从这些礼物和馈赠里收获最大的善意。如果我的伙伴没有负起他们的责任，没有（温柔地，我希望）告诉我该退位，从而导致我所持股份可能为慈善事业作出的贡献缩水，那将是一场悲剧。我们拥有一个杰出的董事团队，而且他们总是能够为股东作出正确的选择。

在选择新董事的时候，我们遵循我们长期以来所坚持的标准，也就是董事会成员应该是以股东利益为导向的，应该具有商业悟性，对公司充满兴趣，而且真正地独立。我说“真正地”是因为很多现在被各种不同的机构和考察者认定为独立的董事，其实根本就不独立，而是严重依赖他们所获得的董事津贴来维持他们的生活水准。这些款项名目繁多，通常的金额在每年 15 万~25 万美元，这样的补贴能够接近，或者甚至超出“独立”董事的所有其他收入。而董事津贴在最近几年一飞冲天，这是美国公司最喜欢的顾问的建议推波助澜的结果——这太令人吃惊了。这个顾问的名字叫咔嚓。（这个名字是虚构的，但是它所代表的行动则不是。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理和我相信，如果董事们有意做好他们的工作——按照法律，是忠实地代表股东的利益，那么，我们的四个标准是最基本的。然而，这些标准却总是被忽视。相反，寻找董事候选人的顾问和首席执行官们通常会说，“我们要寻找一位女士”或者“西班牙裔”、“来自海外的人士”，又或者具备你那样条件的人。有时候，听起来似乎这个任务是存放诺亚方舟。在过去的很多年里，我已经被问了很多遍有关谁能够当董事的问题，而且也听到了有人问：“他能像一名聪明的股东一样想问题吗？”

我想到的问题，在那些寻找某些人选，比如说加入足球队、仲裁团或者担任军事指挥的候选人的考察者看来，会有些荒谬。在那样的情况下，考察者会为特定的工作寻找那些满足具体的才干和态度方面要求的人。在伯克希尔，我们进行的是管理好企业的特殊活动，因而，我们的考察是依据其在商业方面的判断力。

董事的责任

我们的董事最首要的工作是挑选我的继任者——或者是因为我的死亡，或者是因为我丧失工作能力，又或者是因为我开始老糊涂。（戴维·奥格尔维的说法是正确的：“年轻的时候，尽量多培养一些怪癖。这样的话，当你老了，人们就不会认为你是老疯癫了。”查理的家族和我的家族成员都觉得，我们对戴维的意见的反应有点过头了。）

在我们的董事会会议上，我们通常会讨论日常琐事。但是，真正的讨论不管我在不在场，都集中在 3 个准备取代我的候选人的优劣长短上面。

我们的董事会知道，公司最终的业绩将由我的继任者来决定。他或者她需要维护伯克希尔的文化、资金分配，并保持美国最好的一队经理人能够在他们的工作中享受到快乐。这并不是世界上最困难的工作，因为火车已经在平滑的铁轨上正常地运行，而且我们对于我们确定的 3 个候选人中的任何一个来做这个工作都完全放心。我个人净资产中有超过 99%的部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分都在伯克希尔，而且我会很高兴地让我的妻子或者基金会（取决于她和我去世的先后顺序）继续保持这样的比例。

伯克希尔进行的两次后泡沫时期的管理改革特别有用，而且我责备我自己为什么不在几年以前就让它们到位。第一项是有关没有首席执行官出席的常规的董事会议。我坐在19名董事中间，在很多情况下，这种程序会使有疑问的计划得到更加彻底的审议。在有些情况下，当需要更换首席执行官的时候，我们也能够很快作出决定。这个程序有百利而无一害。

第二项改革是关于“举报线”的，通过这个安排，雇员能够给我和董事会审计委员会发消息，而不用担心遭到报复。伯克希尔极端的放权机制使这个体系对我和委员会都尤其具有价值。（在伯克希尔目前的18万名雇员构成的“城市”里，总部不可能看得到每只“麻雀的降落”。）我们所听到的抱怨中，绝大多数是“我旁边的人说话语气很重”的各种变化版本，但是偶尔，我也了解到我可能会错过的我们的下属企业里的重大问题。它们所出现的问题，通常不是通过审计能够发现的那种类型，而是与人事以及业务活动有关。如果我在10年前就设置伯克希尔的举报线，那么今天的伯克希尔的价值应该要高得多。

查理和我都喜欢这样的一个说法：股东像所有者那样思考和做事。有时候，这需要他们积极主动。而且在这方面，大型的机构所有者应该做好榜样。

然而，就目前的情况来看，机构所有者的举动还不足以让人肃然起敬。通常的情况下，它们过度关注枝节的问题，而忽视了那三个真正关键的问题。第一，公司是否找到了合适的首席执行官？第二，在获取报酬方面，他或者她的手是否伸得过长了？第三，公司所提出的并购方案是为了增加，还是为了毁灭每股价值？

对于这样的问题，首席执行官的兴趣与股东的兴趣大相径庭。此外，董事有时候缺乏批驳首席执行官所需要的知识或者不够机智。因而，大股东关注这三个问题，并且在必要的时候站出来说话是至关重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，对于时下的问题，很多人都简单地通过采用一份“检查单”的办法来解决。去年，我就经历了一次使用那种方法的审查。几家机构投资者以及它们的咨询专家认为，我在可口可乐的董事任职中缺乏“独立性”。这些人中有一些认为我应该离开董事会，而另一些只是希望把我从审计委员会中驱逐出去。

薪酬的改革

最艰难的改革是关于首席执行官的薪酬。经理人会很高兴地同意董事会的“多元化”，这符合美国证券交易委员会的文件精神，而且采用了涉及程序的毫无实际意义的方案。然而，很多人将反抗的，是对他们自己的工资和额外补贴进行的认真审查。

董事们除非自己能够代表股东进行谈判，否则就不应该在薪酬委员会任职。他们应该解释清楚他们对薪酬的认识，同时又能说清楚他们怎样衡量绩效。另外，在用股东的钱做交易的时候，他们应该像完全用他们自己的钱一样作为。

19 世纪 90 年代，塞缪尔 · 冈珀斯将组织起来的劳工的目标描述为：“再加些！”20 世纪 90 年代，美国的首席执行官们采用了他们的战斗口号。最终的结果是首席执行官们常常在他们的股东经历金融灾难的时候，自己却赚得盆满钵满。

董事们应该制止这样的强盗行径。对于真正优异的商业绩效支付很可观的报酬是无可非议的。但是，对于不是这样的那些情况，董事们是该高喊“再减些”了。如果最近几年这种膨胀的薪酬成为未来报酬的底线，那将是一件荒谬的事情。薪酬委员会应该坐回到黑板面前（好好补补课）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审计委员会

审计委员会不能审计。只有公司外部的审计师才能够判断管理层声称公司赚取的盈利是否真实。忽视这个现实，反而去关注审计委员会的结构和章程，那么改革能够取得的成绩寥寥。正如我们已经讨论过的，有太多的经理人在最近几年使用财务上的手法和业务上的技巧操纵了他们公司的数据，这些做法总体来说是合法的，但是无论如何，从实质上来说，这种做法都误导了投资人。通常的情况下，审计师清楚这些欺骗手段。然而，最通常的情况是，他们保持了沉默。审计委员会最主要的工作很简单，就是让审计师说出他们所知道的一切。

要做好这个工作，委员会必须要让审计师对误导委员会成员的担心，甚于对冒犯管理层的担心。在最近几年，审计师并不是这样想的。他们一般情况下是将首席执行官，而不是股东或者董事看成是自己的客户。这是日复一日的工作关系所造成的自然结果，而且审计师们明白，无论书上怎么说，他们的费用都是由首席执行官和首席财务官支付的，而且也是首席执行官和首席财务官决定是否要留下他们继续做审计及其他工作。最近刚颁布的条例并没有从实质上改变这个现实。能够打破这种安逸关系的，是审计委员会毫不含糊地将审计师置于众目睽睽的情形之下，让他们清楚，如果他们不如实说出他们所知道的或者是所怀疑的东西，他们就将遭受巨额的金钱惩罚。

我认为，审计委员会能够通过向审计师提出四个问题，来实现这个目标，他们对这些问题的回答要被记录下来，并向股东报告。这些问题是：

1. 如果审计师只是负责起草公司的财务报表，那么这些报表能够以任何别的方式起草，从而得到与管理层所选择的方式不同的结果吗？这个问题应该涵盖实质性的以及非实质性的差异。如果审计师做事的方式有所不同，管理层的理由和审计师的回复都应该被披露。审计委员会此时就应该评估这些事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 如果审计师是一名投资人，他是否已经收到了用平实的文字表达的、可以让他理解报告期间该公司的财务表现的基本信息？

3. 这个公司是否遵循如果审计师自己是首席执行官，那么它可能会遵循的同样的内部审计程序？如果不是，差异是什么？原因是什么？

4. 审计师是否意识到有任何的行动，无论是财务方面的还是业务方面的行动，有意而且实实在在地将收入或者支出从一个报告时间段转移到另一个时间段？

如果审计委员会问到了这些问题，那么大多数改革所关注的它的组成情况其实并不重要。另外，这种程序能够节省时间和费用。当审计师面对众目睽睽的情形，他们就能够履行他们的职责。而如果他们没有被关注……那么，我们已经见多了这种情况的后果。

我们在前文中列出的那些问题，应该至少在收益报告对公众公开的前一周被提出。这个时间足够让审计师和管理层就他们之间的分歧与委员会进行沟通并解决。如果时间太紧，即如果当审计师和委员会沟通的时候，收益报告公布的时间已经非常接近，那么委员会将会感受到压力，只是在准备好的数字上盖上橡皮图章。匆忙是精确的敌人。我认为，事实上，美国证券交易委员会最近将报告的截止日期提前，将会损害股东所得到的信息的质量。查理和我相信，这个条例是错误的，而且应该被撤销。

我们的四个问题最首要的作用，是它们将起到预防的效果。一旦审计师知道审计委员会肯定会要求他们对管理层的做法作出明确的说明，而不是仅仅默认，他们就会较早抵制错误的做法，似是而非的数字就不会出现在公司的账簿上。而他们对法律的敬畏就会体现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 伯克希尔·哈撒韦的经理人

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的经理人在寻常的事情上取得了不寻常的成果——但是他们做寻常事的时候做得特别棒。我们的经理人尽职尽责，他们控制成本，开拓能够增强企业现有实力的新产品和市场，而且不受外界干扰。他们工作得非常努力，事无巨细，这是有目共睹的。

——沃伦·巴菲特

所以，当我买一家企业的时候，我通常把经理人一起买过来，因为我不懂怎样经营这个企业。因此，当有人过来说想要卖掉他们的企业时，我必须看着他们的眼睛，而且我必须就他们是爱钱还是爱他们的企业作出判断。爱钱并没有错，但是他们必须爱他们的企业。

——沃伦·巴菲特

关于工作热情，我们的榜样是那位把他多年攒下的一点点钱当做去梵蒂冈朝圣路费的信天主教的裁缝。当他返回的时候，他所在的教区举行了一个特别的聚会让他传达对教皇最真实的印象。这些心急的信徒说："告诉我们，他是个什么类型的人？"我们的主人公言简意赅地回答道："他是一个44岁的中年人。"

——沃伦·巴菲特

和你尊重的人一起工作

我们打算坚持只与我们喜欢并尊重的人一起工作的原则。这个原则不仅使我们取得好结果的机会最大化，而且也为我们保证了一段非同一般的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美好时光。从另一方面说，与令你作呕的人一起工作很像是为了钱去结婚那样的情况——这在任何情况下可能都是一个糟糕的想法，特别是当你已经很富有了，这更是一个疯狂的想法。

我的管理模式来自于埃迪·贝内特，他是一位棒球队的球童。在1919年，19岁的埃迪加入芝加哥白袜队（Chicago White Sox），开始了他的球童生涯，这个队在那年打进了世界职业棒球锦标赛（World Series）。第二年，埃迪转到布鲁克林道奇队（Brooklyn Dodgers），而且他们也赢得了联赛冠军。然而，埃迪嗅到了麻烦的气息。他又在1921年进入纽约扬基队（Yankees），而且该队很快就赢得了历史上的首面锦旗。现在，埃迪安定下来，狡猾地看着形势的发展。在接下来的7年间，纽约扬基队赢得了5次美国联盟的联赛冠军。

这与我们的管理有什么关系呢？其实很简单——要想做一个成功者，我们必须与众多的成功者一起工作。比如说，在1927年，埃迪被鲁思和格里克组建的充满奇幻色彩的纽约扬基队选中，参与世界职业棒球锦标赛的1/8决赛，得到了700美元。埃迪工作仅4天（因为纽约扬基队横扫了这次联赛）就赚得的这笔钱大致相当于那些在当时为普通球队工作的球童整年的收入。

埃迪知道，他怎么拖球棒并不重要；真正起作用的是他与运动场上的那些精英进行沟通的方式。我从埃迪身上学到了很多。在伯克希尔，我在通常情况下是将球棒递给美国商业领域的很多重量级人物。

总体说来，与我们买的公司一起过来的经理人们，都在跨越了很多商业环境的职业生涯里表现出了他们的才能。在他们认识我们之前很早的时候，他们就是管理领域的明星人物，而我们能做的最大的贡献也就是不要挡他们的道。这种方式似乎是基本的：如果我的工作是管理一个高尔夫球比赛团队，而且如果杰克·尼克劳斯或者阿诺德·帕尔默在我的团队里打球，那么他们两人不可能从我这里得到关于怎么挥杆的大量指示。

这就意味着查理和我不会对那些经理人有任何的质疑。当然，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免那种校友情结，有那种情结的人对球队教练说的是：“我 100% 支持你——无论是打赢还是打平。”我们作为所有者所追求的是以我们希望我们的所有者对待我们的方式来对待我们的经理人。

当我们约好在查理的办公室完成最后交易的时候，杰克来晚了。当他终于来到的时候，他解释说，他一直在开车兜圈子，希望找到一个还没有超时的停车计费表。[①] 对于我来说，这真是一个奇妙的时刻。当时我就知道，杰克会成为我这种类型的经理人。

他们想要喝彩。我想要喝彩。当人们说这个活干得不错的时候，我很喜欢。我们的经理人也是同样的情况。我们的经理人大部分都很有钱，他们希望受到平等的对待，而且他们不希望被利用。他们想要描绘他们自己的图画。他们热爱这样的生活，而且他们在伯克希尔得到了他们在其他地方得不到的东西，他们想要赢得喝彩，而当他们得到来自我的喝彩的时候，他们也就是得到了来自一位见过世面的观察者的喝彩。这不是无足轻重的喝彩。这一点留住了他们，而且，过去的这些年间，在留住经理人方面，我们取得了辉煌的成绩。

与人打交道，怎样选择

嗯，这是一个很棒的问题，而且我会来谈谈这个问题。如果我们有 100 个有可能向我们出售公司的卖方，那我认为我无法保证对全部 100 个卖方都能够作出正确的判断。但是，我只需要选对让我作出肯定判断的那几家即可。所以，我认为在我可能从里面选出的 6 个或者 8 个卖方中，我选对的可能性应该会是比较大的，而且，我认为我还能够从这 100 个卖方中挑出 6~8 个显而易见的心怀不轨的人来。在这个过程中，我认为我不可能给所有这 100 家公司打出准确的分数。我的意思是，当我们从布朗金

① 意指杰克想省下些停车费。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家族手中购买内布拉斯加家具卖场的时候，我们已经看着他们经营管理了20年或者30年的时间。我跟他们的私交不错。我的心里没有任何的怀疑，你知道，他们为我工作，会比他们自己完全拥有企业的时候更加努力。在这一点上，我们的运气不错。但是我们也不是100%能击中目标。我总是时不时地会犯些错误。

查理和我知道，只要选对投手，几乎任何团队的领导人看上去就会非常了不起。我们遵循奥美公司（Ogilvy & Mather's）的天才创始人大卫·奥格威的理念：**"如果我们每个人雇用的人都一个比一个矮，我们的公司就将变成侏儒公司。但是，如果我们雇用的人一个比一个高，我们的公司就将变成巨人的公司。"**

查理和我都尽量以我们想要对待伯克希尔的股东的方式对待我们的经理人队伍，按照把位置颠倒过来之后我们所希望受到的待遇来对待他们所有人。尽管"工作"在财务概念上对我来说没有什么意义，但是我热爱我在伯克希尔的工作，几个简单的理由如下：它给了我成就感，给了我按照我认为合适的方式行动的自由，而且还给了我每日与我喜欢和信任的人们交往互动的机会。那为什么我们的经理人，这些对他们自己的领域相当精通的艺术大师看问题的方式会有所不同？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 ■ 坦诚的年度报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在向你们报告的时候，我们是坦诚的，主要强调在商业估值中正面和负面信息的重要性。指导思想是告诉你们那些在我们双方调换位置后我们也会想要知道的商业信息。我们给你们的报告不会偷工减料。另外，作为一家拥有大量传媒业务的公司，当我们向别人作报告的时候，如果报告中出现精确度、均衡度和敏锐度标准不高的情况，那是不可原谅的。我们也相信坦率让我们这些作为经理人的人受益匪浅。在公众场合误导别人的首席执行官会最终误导自己。

——沃伦·巴菲特

报喜也报忧

这份报告被称为年度报告。没有人说它是年度销售文件。也没有人说它是对管理层的远大抱负或者任何事情的年度颂扬。

我的心里确实有一幅把我的姐妹考虑在内的图景，而且就是亲爱的多丽丝和伯蒂。我把她们看成是这样一种人，她们把她们的净资产中的大部分放到了公司里，她们很开心但是整年都不在公司，而且她们不是商业精英。

因此，我每年告诉她们一次会发生什么。随后，在这一切结束之后，我不再单独考虑亲爱的伯蒂和多丽丝，而是把她们列入伯克希尔·哈撒韦的股东当中。我认为应该是这么一个心理过程。

在伯克希尔，全面的报告意味着向你们提供那些在双方互换位置后我们会希望你们提供给我们的信息。在这种情况下，查理和我想要了解的应该是关于目前运作情况的所有重要事实，以及首席执行官对公司的长期财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务状况的初步的看法。我们会期望报告中既有详细的财务数据，又有就我们可能需要有人解读其背后意义的重要数据所进行的讨论。

当查理和我读到报告的时候，我们对员工、厂房或者产品的图片没有兴趣。

对 EBITDA[①]的注解让我们不寒而栗——管理层居然认为故弄玄虚会让他们找到为资本支出买单的方法吗？我们对语焉不详和不清晰的记账方式非常怀疑，因为大多数这样的情况说明管理层想要掩饰什么东西。我们不想读那些公共关系部门或者咨询部门已经公布出来的东西。相反，我们希望一个公司的首席执行官用他或者她自己的语言解释发生过的事情。

对于我们来说，公平的报告意味着在同一时间给我们的 30 多万名“合伙人”提供信息，或者尽可能接近这个标准。因此，我们将我们的年报以及季度财务报告在从周五闭市到第二天早晨之间的某个时间放到互联网上。通过这样的做法，股东以及其他有兴趣的投资人能够及时看到这些重要的资料，而且也有充分的时间在周一开市之前消化这些资料所包含的信息。

但是，当你看到我们发布的年报时，其中的信息是来自于从你那里获得收入并获准管理这个企业的那个人。你们的董事长有一个坚定的信念，认为所有者有权直接听到首席执行官就正在发生什么，以及他怎样评估这个企业所作出的报告，而且内容既包括现状也包括预期。在一家私营企业，你会得到这样的信息；在一家上市公司，你的期望也不应该打任何的折扣。一份一年一次的就代管事宜所作的报告不应该交由一个人事专家或者公共关系顾问来完成，更何况他们还不情愿站在对所有者畅所欲言的经理人的立场上。

基本上，公司取得了它们需要而且也应该得到的股东的支持。如果它们在考虑问题或者交流时主要关注自己的短期表现或者短期内股票市场的

① 即税息折旧及摊销前利润，主要用于衡量企业主营业务产生现金流的能力。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表现，它们将在很大程度上吸引那些也关注同样因素的股东。而且，如果它们在对待投资者的过程中表现得玩世不恭，那么这种玩世不恭最终很可能让它们遭到投资大众的报复。

伯克希尔未来的回报……在以后不会像过去那么好。（这一点对于所有大型的成功公司来说都是一样的。）唯一的区别在于我们会如实地告诉你。

避免尴尬的错误

总体说来，首席执行官们很少会告诉股东他们找了一帮蠢材在管理公司。他们的这种不情不愿导致了一些奇怪的年度报告的出现。经常会有这种情况，一位首席执行官在他致股东的信中用几页纸的篇幅事无巨细地讲公司的各种作为，而实际上公司做得远远不够。但是他总会在结尾处用热情洋溢的几段话将他的管理人员描述为“我们最珍贵的资产”。诸如此类的说法有时候会让你感到疑惑，如果这就是最珍贵资产的话，那么其他的资产又会是什么样子呢?

这些令人尴尬的错误所造成的财务后果经常被一股脑地归到大量的重组费用或者账面支出之中，而且往往被当成“一次性费用”进行核销。管理层就喜欢这样。事实上，在最近几年，现实的情况是，如果没有这部分内容，损益表就不能算是完整的。尽管如此，却从来没有人去查找这些费用的源头。当公司出现问题，首席执行官们往往寻找各种理由为自己开脱。

然而，一个名为“今日流言”的专栏会颠覆很多新闻机构自认的高人一等的那种清高形象。这些媒体可能觉得公开这些众所周知的错误与《罗马观察家报》（*L'Osservatore Romano*）开设一个八卦专栏没有什么区别。但是，这些机构公布和传播的通常都是流言——无论它们随后采用什么委婉的词句来解释。最低的限度是，读者有权看到诚实的术语——那些与吸烟者因身体健康面临危险而受到的警告一样的警示语，可以使他们的金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

健康得到同样的保护。

在反复讲述这些故事的过程中，我从来没有听到或者读到“流言”这个词。很显然，这些一般情况下总是为自己遣词造句的能力骄傲的记者们和编辑们，就是无法让他们自己做到将这个词用在自己的报道里。但是，还能有什么样的说法更契合呢？肯定不是通常的“消息来源说”或者“据称”。

相反，我们在我们的季度报告里没有加进叙述部分。我们的所有者和经理人这两者都已经参与这项业务很多年，因此，很难再就每个季度中从长期来讲具有重要意义的事件说出什么新的或者有意义的东西来。

关于去年的成绩，我还有另外一个附带的问题需要说明。如果你一直阅读最近几年的财务报告，你应该已经见到了很多“形式”收益表——这些经理人矢志不渝地追求来显示远远超出他们的审计人员允许范围而计算出的“收益”的表格。在说明中，首席执行官告诉他的所有者“这里不算，那里不算——只算那些让收益变丰厚的项目”。通常情况下，有关忘掉这种无用资料的信息年复一年地出现，而管理层自己则一点都不会脸红。

选择正确的投资对象

给投资人的三个建议：首先，小心那些账务状况很脆弱的公司。如果一家公司一直没有使用期权，或者如果它的津贴方案设定得很奇怪，你就需要小心了。当管理层在能被看见的方面走低级路线的时候，那么很可能在别人看不到的地方他们也选择了类似的路径。厨房里只有一只蟑螂的情况很少见。

鼓吹EBITDA是一个尤其恶毒的做法。这样做意味着折旧不是一项真正的支出，它好像成了一项“非现金”费用。这简直就是胡说八道。事实上，折旧是一项特别不引人注目的费用，因为它所表示的现金支出已经发生过了，而且是在购买到的资产给企业带来任何效益之前。如果你愿意的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，你可以这样想象一下，在今年一开始的时候，一家公司为它的所有员工在未来 10 年提供的服务支付了费用（以一种他们会在一项可以使用 10 年的固定资产上配置现金的方式）。在随后的 9 年里，薪酬会是一种“非现金”费用——今年建立起来的一项预付薪酬资产的价值的折算。会有人愿意辩解说，在第二年至第十年里被记录下来的这种费用只是单纯的例行公事般的记账形式吗？

其次，晦涩难懂的脚注通常会与没有信誉的管理层有关。如果你无法看懂一个脚注或者其他的管理说明，那通常是因为首席执行官不想让你看懂。安然公司对某些交易的描述，到现在都还一直困扰着我。

最后，一定要小心那些鼓吹收益计划和增长预期的公司。

企业很少能够在一个平稳、没有意外的环境里运行，而收益也不会很稳定地增长（当然，除了在投资银行家的招股说明书里之外）。

查理和我不仅不可能在今天知道我们拥有的那些公司在明年能够赚多少，而且甚至都不知道它们在下一个季度能够赚多少。我们对那些时常声称对未来了如指掌的首席执行官满是怀疑——而且要是他们能够持续不断地达到他们所声称的目标，我们更是彻底不相信。**那些总是承诺“达到某个指标”的经理人，在某种情况下将会被诱使假造出某个指标来。**

提供有价值的信息

我们会以很多种方式跟你们进行交流。通过年度报告，我会尽量在一份长度合理的文件所能承载的范围内给所有的股东提供尽可能多的有价值的信息。我们也会在公布在互联网上的季度报告里转达大量的经过压缩但是非常重要的信息，尽管我不会亲自去写这些内容（一年一次已经足够了）。另外一个更为重要的交流机会是我们的年度大会，在这个会议上，查理和我将会非常高兴地花上 5 个小时或者更多的时间来回答有关伯克希尔的问题。但是，有一种方式我们做不到：那种建立在一对一基础上的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式。因为伯克希尔有超过30万名股东，这种做法是不可行的。

在我们所有的这些交流方式下，我们尽量保证没有哪个股东会得到特别的照顾：我们不会按照常规的做法，为分析师或者大股东提供收益“指导”或者其他有价值的信息。我们的目标是让我们所有的股东在同一时间都得到所有的新消息。

作为经理人，查理和我都想为我们的所有者提供那些如果我们和他们互换位置，我们会希望得到的财务信息和说明。随着伯克希尔业务范围的扩展，让我们披露的信息清晰明了变得更加困难。我们的某些企业相互之间存在着巨大的经济差异，这就意味着我们合并的报表以及因此产生的各种混杂的数字，使得有用的分析几乎根本就不可能出现。

因此，在随后的内容里，我们将会提供来自于我们的四大业务类别的一些资产负债表和收益数据，同时在每份表格后附上相关的说明。我们特别希望你们能够理解，在有限的情况下，我们会利用债务，当然在一般情况下我们会尽量避免这样的情况出现。然而，我们不会用那些在预测伯克希尔的内在价值方面没有真实价值的数据来把你们淹没。这样做，可能会模糊那些有意义的事实。

年度大会

我们的年度大会将于1985年5月21日在奥马哈举行，而且我希望你们能够出席。很多的年度大会都是浪费时间，既浪费了股东的时间，也浪费了管理层的时间。有时候，这种情况是实情，因为管理层不愿意在实质性的业务问题上开诚布公。更为常见的没有什么价值的部分是那些参会的股东的过失，他们更为关心的是他们自己的亮相，而不是公司的事务。一个应该成为商业论坛的地方成了一个戏剧性的、用来让人们发泄以及互相吹捧的舞台。（这个交易是非常具有诱惑力的：为了你所得到的某种股票的价格，就像指点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

江山一样把你的想法告诉台下那些被你俘虏的听众。）在这样的情形下，会议的质量一年不如一年，因为那些只对自己感兴趣的人的古怪行为，让那些对业务感兴趣的与会者不愿意参与到其中。

伯克希尔的会议则是完全不同的情况。出席会议的股东人数每年都有小幅度的增长，因而我们得面临一些可笑的问题或者自我激励式的评论。另外，我们还会遇到很多有关业务的广泛而充满真知灼见的问题。因为年度大会的时间和地点是为这个目的而安排的，所以查理和我将非常高兴回答所有这些问题，无论需要耗费多长时间。（然而，我们不可能在一年中的其他时间回复以书面或者电话的形式发来的问题；每次有一人汇报对于一个拥有超过 30 万名股东的企业的时间管理来说是非常不合理的。）在年度大会上唯一被禁止讨论的事务性问题是那些对它们的坦诚回答会花费我们公司真金白银的问题。我们在股票业务中的活动可能是一个主要的例子。

独一无二的年度大会

当我们的年度大会举行的时候，查理和我从管理的角度看是两个怪人：我们自始至终都在享受这个过程。所以，请在 5 月 6 日星期一来加入我们。在伯克希尔，我们没有投资者关系部门，也不采用财务分析报告作为传达信息、盈利指导或者诸如此类资讯的渠道。相反，我们喜欢这种直接的经理人与所有者之间的沟通，而且相信年度大会是一个进行思想交流的理想场所。对我们来说，在那里跟你们交谈时我们的效率很高，而且交流也非常民主，因为所有出席的人在那里都同时听到了我们作出的必要的说明。

查理和我特别幸运。我们生长在美国；我们的父母都很伟大，他们看着我们受到良好的教育；我们拥有美好的家庭以及健康的身体；我们具备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了“商业”基因，使得我们能够远远超过别人，获得巨额财富，而这些人对全社会福祉的贡献并不比我们少，甚至比我们多。更为幸运的是，我们长期以来一直拥有我们所热爱的工作，在工作中每天都以数不胜数的方式得到那些极具天分而且非常快乐的工作伙伴的帮助。一点都不奇怪，我们每天都踩着轻快的舞步去上班。但是，对我们来说，世界上最大的快乐就是与我们的股东伙伴在伯克希尔年度大会上欢聚一堂。所以，请在 5 月 5 日①来奎斯特加入我们的伍德斯托克年度股东大会。我们将在那里与您不见不散。

去年年度大会上的第一个问题，是由来自纽约市的一位 11 岁的名叫尼古拉斯 · 肯纳的第三代投资人所提出来的。尼古拉斯很直接：“股票价格是怎么跌下来的？”他直接向我开火。我现在想不起来当时怎么回答的了。

我希望，尼古拉斯不要被其他的事务缠身而缺席今年的大会。如果他出席了，他仍然会得到提第一个问题的机会；查理和我想在我们还清醒的时候就搞定他。然而，今年是该轮到查理来作答了。

尼古拉斯 · 肯纳在去年的年会上再次盯上了我，他严厉地指出，我在 1990 年的年报中说过他在 1990 年 5 月是 11 岁，实际上他当时只有 9 岁。②所以，尼古拉斯十分尖刻地问道：“如果连这个你都弄错了，我怎么能够相信后面的（财务）数据是正确的呢？”我一直在找一个恰当的回应方式。尼古拉斯将会出席今年的会议，并且他断然拒绝了我提出的请他在会议当日去迪士尼世界玩的提议——所以，请加入我们，观赏这场非对称的智慧决斗的续集。

查理 · 芒格：你应该记住，伯克希尔的年度会议已经演变得不像在这个世界的历史上召开的任何一次会议。没有任何投资企业召开过与我们这样的年度大会有丝毫相似之处的股东大会。

---

①② 此处与前文内容出现在不同年份的年度报告里，因此所指时间不一致。后文中也存在这种状况。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 并购内布拉斯加家具卖场

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价卖，讲真话。

——罗斯·布朗金

我宁愿与灰熊搏斗，也不愿意与布夫人以及她的子孙后代竞争。

——沃伦·巴菲特

与布夫人的完美交易

大约67年前，时年23岁的布朗金夫人（即罗斯·布朗金）越过了边防线，离开前苏联前往美国。她没有受过正规教育，甚至不到小学生的文化水平，而且一点英文都不懂。在这个国家打拼了几年之后，她通过让大女儿在每天晚上把自己白天在学校里学到的单词教给她才学会。

1937年，在卖了很多年的旧衣服后，布朗金夫人存下了500美元，并用这笔钱来实现她的梦想，开了一家家具商店。在看到位于芝加哥的当时是全美家具批发业务中心的美国家具卖场之后，她决定将她的这个梦想命名为内布拉斯加家具卖场。

在没有地域和产品优势的情况下用可怜的500美元与富有而且具有深厚根基的对手面对面竞争的时候，她遭遇到了你能够想象得到的全部困难（而且还有些你根本想象不到的）。在早期，当她可怜的资源用光之后，“布夫人”（现在成为一个个人的商标，在大奥马哈地区，其认知度不亚于可口可乐和山卡）采用了商学院不会教授的办法：她在自己的家里出售家具和家居用品，以便按照早先的承诺按时还债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥马哈的零售商开始认识到，布夫人会提供给客户的服务，要远比他们之前所提供的好，因而，他们对家具和地毯生产商施加压力，要这些生产商不再卖产品给她。但是，通过各种不同的策略，她还是获得了商品，并且大幅削减了价格。于是，布夫人被告上了法庭，罪名是违反公平交易法。她不仅赢得了所有的官司，而且还因此获得了无价的知名度。在一场官司结束后，在向法庭说明她可以在市场价格的基础上以巨大的折扣出售地毯并且还有利润之后，她向法官出售了价值 1 400 美元的地毯。

今天，内布拉斯加家具卖场拥有的一个店面面积达 20 万平方英尺，每年产生 1 亿美元的销售额。在这个国家，再也找不出能够接近这个规模的第二家家具卖场来。这一家店单独出售的家具、地毯和家居用品的数量超过了在奥马哈的所有竞争对手的销售量总和。

在评估一家企业的时候，我总是要问自己的一个问题是，假如我有足够的资本以及经验丰富的人力资源，我会怎么去和它竞争。我宁愿与灰熊搏斗，也不愿意与布夫人以及她的子孙后代竞争。他们能够以非常好的价格买到货物，他们的营运成本低到竞争对手做梦都想不到的地步，之后，他们将节省下来的成本转移给他们的顾客。这是完美的企业——一个建立在向客户提供特别的价值，并因而为其所有者带来特别的经济效益基础上的企业。

布夫人既聪明又能干，出于家族利益的长远考虑，去年她表示愿意出售这个企业。我对这个家族和这个企业的仰慕已经有几十年的时间，因而，这个交易很快就达成了。但是，现年 90 岁的布夫人，并不是要颐养天年，而是要去冒险，用她自己的话说，她“正在失去理智”。她继续担任董事长，而且每周 7 天都在卖场现场。出售地毯是她的专长。她一个人卖出的数量，可能相当于其他地毯零售商在一家百货商场里卖出的总量。

我们购买了这家公司 90%的股权，并将剩下的 10%留给了参与这个公司管理的布朗金家族成员，而且留下了 10%的期权给这个家族某几位关键的年轻经理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而他们是些什么样的经理人呢？基因学家应该对布朗金家族进行深入研究。路易·布朗金是布夫人的儿子，他做内布拉斯加家具卖场的总裁已经有很多年，而且被公认为这个国家最精明的家具及家居用品的采购商。路易说他有最好的老师，而布夫人说她有最好的学生。他们两人所言都不差。路易和他的3个儿子全都继承了布朗金家族的商业才能、工作伦理观，以及最为关键的个性特征。而最为重要的一点是，他们都是好人。我们非常高兴能够成为他们的合作伙伴。

杰出的管理者

去年我给你们介绍了布夫人以及她的家族。我告诉过你们他们非常了不起，而且我简单地说到了这个事情。经过对他们杰出的才能和人品一年来的观察，我可以毫不夸张地说，我还从来没有见到过哪一个管理团队能够起到比布朗金家族更大的作用、表现得比他们更加优秀。

作为董事长的布夫人现年91岁，而且最近当地报纸引用她的话说："我回家吃饭睡觉，也就是如此而已。天一亮，我就无法再磨蹭，所以我会迫不及待地回到公司。"布夫人每周都有7天在商店里，每天从开门守到关门，其间所制定的决策或许比绝大多数首席执行官一年制定的还多（而且更好）。5月，纽约大学授予布夫人一个荣誉商业博士学位。（她是一位"速成"的学生：在她获得学位之前，她在一生中没有进过教室一天。）之前从纽约大学获得过荣誉商业博士学位的人士包括埃克森（Exxon）公司的首席执行官小克利夫顿·加文，时任花旗集团首席执行官的沃尔特·里斯顿，时任IBM首席执行官的弗兰克·卡里，时任通用汽车公司首席执行官的汤姆·墨菲，以及最近的保罗·沃尔克。（他们都来自于知名的大公司。）

布朗金家庭的血液没有被稀释。布夫人的儿子路易以及路易的3个儿子，罗思、欧文，以及史蒂夫，都倾尽全力为内布拉斯加家具卖场令人目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眩的业绩作出了贡献。年青一代在布夫人和路易的指导下，全部都进入了最好的商学院学习，从他们的工作表现上，我们可以明显看出他们所接受的教育。

布夫人，作为内布拉斯加家具卖场的董事长，在93岁高龄的时候仍然要比我见过的其他任何经理人卖的产品更多，干得更麻利。她每周有7天在商店，每天都从开门守到关门。与她竞争，所代表的是勇气战胜了理智。

人们很容易忽略掉我所认为的在布夫人的传奇中最为关键的经验：在93岁的时候，住在奥马哈的董事长们必须到达他们事业的顶峰。请将这句话存档备查，当你在2024年的伯克希尔年度股东大会上填选票的时候要仔细想想。

阿加莎·克里斯蒂的丈夫是一名考古学家，她说过考古是一个人的配偶所从事的最好的职业："你变得越老，他对你的兴趣就越浓。"那些应该对94岁[①]高龄的内布拉斯加家具卖场董事长布夫人感兴趣的人应该是商学院的学生，而不是考古学家。

50年前，布夫人以500美元开始了她的创业历程，而今天，内布拉斯加家具卖场已经是这个国家最大的家具和家居用品商场，与第二名拉开了巨大的距离。布夫人继续每周7天都扑在工作上，从每天开门忙到关门。她将产品买进来，再卖出去，她经营着这个企业——而且她在竞争中策马扬鞭。我看得很清楚，她正在准备发力，而且可能在接下来的5年或者10年内实现她的全面目标。因此，我说服董事会放弃了我们要求公司成员在100岁之前退休的强制性政策。（而且这一做法的实行正是时候：随着时间一天天流逝，对我来说，这个政策也越来越显得愚蠢。）

问问布夫人令人吃惊的地毯低价格的秘密。就像她对其他任何人的态度一样，她会向你坦白她是怎样做到的："我能够以如此低廉的价格出售，是因为我替一个对地毯一无所知的蠢货工作。"

---

① 此处与前两段内容出自不同年份的年报，因此年龄不一致。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布夫人在1993年12月3日度过了她的100岁生日。(买蜡烛的花费超过蛋糕的价值。）按照正常的安排，那一天是商店应该在晚间营业的日子。布夫人的工作日程是每周工作7天，每天只要商店开门她就在店里。她发现正确的决策是显而易见的，那就是把她的生日聚会推迟到夜晚商店不营业的日子举办。

布夫人的故事众所周知，但是值得再讲一次。她在77年前来到美国，不会说英语，而且没有受过正规的学校教育。在1937年，她用500美元创办了内布拉斯加家具卖场。去年，这个商场的销售额是2亿美元，远远超出了美国其他任何家具卖场的纪录。我们在这个奇迹中所拥有的那部分开始于10年之前，当时布夫人将企业的控股权卖给了伯克希尔，这是一项我们没有得到经过审计的财务报表、没有审查不动产记录，也没有得到任何保证就全部完成的交易。简而言之，她所说的那些对我们来说已经足够好了。

自然，我很高兴地参加了布夫人100岁的生日聚会。不过，她也承诺要参加我的100岁生日聚会。

愉快的合作

很多人问过我，布朗金家族在做生意的过程中有什么秘密。这里并没有什么太深奥的东西。家族中的所有成员都是这样：(1) 用让本杰明·富兰克林和霍雷肖·阿尔杰都相形见绌的热情和精力武装自己；(2) 以异乎寻常的现实主义态度确定他们在哪些领域特别有竞争力，并且义无反顾地对这些领域内的所有事务采取行动；(3) 对自己具有竞争力的领域以外的事务，哪怕是最为诱人的提议都不予理睬；(4) 永远以最好的态度对待他们所有的顾客。(布夫人通俗地将此解释为低价卖，讲真话。)

当我们买入这家企业90%的股权的时候，我们对布夫人和她那价值连城的诚信的认同表现得毫无保留：内布拉斯加家具卖场从来没有进行过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审计，而且我们也没有要求它这样做；我们没有检查存货，也没有审核应收款；我们没有检查资产归属。我们给了布夫人开了一张 5 500 万美元的支票，而她给了我们承诺。这样就达成了一项公平的交易。

与罗斯 · 布朗金，也就是更为人熟知的布夫人相比，我对退休的看法要温和一些。在 99 岁高龄的时候，她继续每周工作 7 天。而且关于她，我有些具体的好消息。

你们应该记得，在她的家族于 1983 年将内布拉斯加家具卖场 90%的股权卖给伯克希尔之后，布夫人继续担任董事长，并管理着地毯销售业务。然而，在 1989 年，她离开了，原因是一些管理上面的分歧，并且她在家具卖场旁边一座她在几年前买下的大楼里重开了自己的公司。在她的新公司里，她管理地毯部门，但是将其他的家居用品部门承包了出去。

在去年年底，布夫人决定将她的大楼和土地卖给内布拉斯加家具卖场。然而，她将在她现在所处的地方继续经营她的地毯业务（你在全速前进的时候没有理由踩刹车）。内布拉斯加家具卖场将在同一幢楼里紧挨着她的商店开新店，使之成为对其家具业务的主要补充。

我很高兴布夫人再一次与我们联系在一起。她的商业传奇中没有敌手，而且我一直是她的崇拜者，无论她是一个合作伙伴还是竞争对手。但是请相信我，合作伙伴的说法更好些。

这一次，布夫人友好地提出了签一份非竞争协议——我曾经在她 89 岁的时候对这个问题考虑得不周详，于是我这次便迫不及待地与她达成了这个协议。布夫人在很多项目上都可被列入吉尼斯世界纪录之中。而在 99 岁的时候签订一份非竞争协议，也只是又为她增加了一项纪录而已。

布夫人工作到了 103 岁（嗯……这个主意不错）。她传授给她的后代的智慧之一就是：**“如果你拥有最低的价格，那么客户掘地三尺都会把你找出来。”**我们开在更大的堪萨斯城的店位于那里人烟最稀少的区域，这个店就证明了布夫人的观点。尽管我们拥有面积超过了 25 英亩的停车场，但是车位经常还是不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在猪湾灾难之后，肯尼迪总统告诉我们“胜利有1 000个父亲，但是战败就是一个孤儿”。在堪萨斯城的新店开业盛况后的一个月，我们在内布拉斯加取得了一个胜利，当时我们的新店吸引了一份不期而遇的“父子关系声明”。那里有一个演讲者，在提到布朗金家族的时候声称：“他们有足够的信心，而且管理层的政策也将起到这样的作用，他们能够为我们的同胞提供1 000个就业岗位。”这个站在讲台上的骄傲的父亲是谁？乔治·W·布什总统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 ■ 并购GEICO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你进行过的最好的大规模单一投资是哪一个？

——查理·罗斯

GEICO（政府雇员保险公司）——我一生中两三次投资于此。当我20多岁的时候，我将自己净资产的3/4投入GEICO，而且这使我的净资产翻了一倍左右，应该算一次很好的投资。在当时的情况下，这个成绩很了不起。在1976年，这家公司遇到了困难，我们以4 000万美元购买了公司的一半股权。随后在1995年，我们以23亿美元买到了另外的一半股权，而且这算是一笔不错的交易。这应该就是一次三重杀[①]。

——沃伦·巴菲特

最爱的企业

就在年底，我们完成了对GEICO 100%的股权的购买，这是美国的第七大汽车保险公司，承保的汽车大约在370万辆。我与GEICO的联系保持了45年，尽管这个故事以前已经讲过了，但是我们在这里进行简短的回顾还是值得的。

1950~1951年，我在哥伦比亚大学商学院就读，我去那里的目的不是获得它提供的学位，而是想在本杰明·格雷厄姆的指导下学习，他当时在那里任教。我花在格雷厄姆的课堂上的时间是我个人时间分配中最多

① triple play、棒球比赛中使对方3人出局的战术。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，而且我很快就被引导去学习所有我能够学到的有关我心目中英雄的一切。我第一次翻开《美国名人录》(*Who's Who in America*)，就在那里发现格雷厄姆是GEICO的董事长，对我来说，这是一个没有听说过的公司，而且还处于一个我不熟悉的行业。

随后，我在一位图书管理员的帮助下找到保险评级机构贝斯特（Best）的《火灾及意外伤害保险指南》，从那上面我知道了GEICO位于华盛顿特区。所以，在 1951 年 1 月的一个星期六，我乘火车到了华盛顿，而且找到了GEICO在市中心的总部办公室。令我失望的是，大楼关门了，我使劲敲门，直到一名值班人员出现。我问这个满脸疑惑的家伙，办公室里是否还有人在，我想跟那人谈谈，他说他好像看到六楼还有个人在工作。

就这样，我见到了总裁助理洛里默·戴维森，他后来成了首席执行官。尽管我仅有的资历是格雷厄姆的学生，戴维森还是非常友善地花了差不多 4 个小时的时间，宽厚地给了我大量的指导建议。此前没有人就保险行业怎样发挥作用，以及何种因素可以使一家保险公司独领风骚，学到过比这更好的半天课程。戴维森说得很清楚，GEICO的销售方式，即直接营销给了它巨大的成本优势，使它超过别的通过代理商销售的竞争对手，而通过代理商进行销售这种模式在这些保险公司的业务里已经根深蒂固，它们根本无法摆脱。在与戴维森的这次会晤之后，我对GEICO的兴趣超过了我曾经有过的对任何一只股票的兴趣。

几个月之后，我结束了在哥伦比亚大学的学习，回到奥马哈从事证券销售，我很自然地几乎是只关注GEICO。我的首次业务拜访对象是我的艾丽斯姨妈，因为她一直是 100% 支持我，那次拜访是成功的。但是，当时我只是一个乳臭未干的 20 岁的年轻人，而且看起来只有 17 岁，因而我的推销通常是失败的。带着一种初生牛犊不怕虎的劲头，我在 1951 年年底给《商业与金融纪事》(*Commercial and Financial Chronicle*) 的“我最喜欢的股票”专栏写了一篇关于GEICO的短文，这家报纸是当时主流的金融类出版物。更为重要的是，我给我自己的账户购进了这只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能会觉得有点不可思议，但是我保留了所有的纳税申报单副本，最早开始于1944年的申报。往后查，我发现我在1951年先后4次购买了GEICO股票，最后一次购买日期为9月26日。这种坚持不懈的方式告诉我，我这种自我陶醉的趋势是在早期形成的。我可能是在9月的那一天进行推销尝试并失败后回来，决定进一步加仓——尽管此前我的资产净值的50%都是GEICO的股票。无论如何，我在那一年中总共买入了350股GEICO股票，总成本为10 282美元。到年底，这些股票价值为13 125美元，在我的资产净值中所占的比例超过了65%。

你可以发现GEICO为什么会成为我最爱的企业。另外，为了顺着我的记忆把事情讲清楚，我应该补充说，我用来购买GEICO股票的资金大部分来自于送《华盛顿邮报》（*The Washington Post*）所赚得的收入，这份报纸是后来使伯克希尔将1 000万美元变成5亿美元成为可能的那家公司最主要的产品。

唉，我在1952年以15 259美元卖出了我全部的GEICO头寸，主要是转为购买西部保险证券（Western Insurance Securities）的股票。这次背信弃义之举可以部分被解释为西部保险证券的股票价格只是略高于其当前收益的一倍，由于某种原因，这个市盈率引起了我的注意。但是，在后面的20年间，我卖出的GEICO股票的价值增长到大约130万美元，这件事给了我一个教训：**出售一家你可以确信很优秀的公司的股份是不明智之举。**

优秀的管理层

在20世纪70年代早期，戴维森退休之后，经营GEICO的管理层在预测他们的赔付成本方面犯下了一些严重的错误，这些错误导致公司只能采取低价保单竞争策略——而这个做法差点导致了它的破产。这个公司只是因为杰克·伯恩在1976年出任首席执行官并采取了极端的补救措施才得以生存下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我对杰克和GEICO基本的竞争力都充满信心，所以伯克希尔在1976年下半年购买了该公司大量的股权，随后也小规模地买入一些。到1980年年底，我们已经投入了4 570万美元到GEICO公司里，而且拥有了其33.3%的股份。在接下来的15年间，我们没有进一步买入。但是，我们在该公司的股份增长到了大约50%，因为公司对其股份进行了大量的回购。

随后，在1995年，我们同意支付23亿美元购买我们没有持有的另外50%的股份。这个价格是有些偏高。但是它让我们对一个成长型企业拥有了完整的所有权，而且其业务与1951年的情况一样，仍然是独特的。另外，GEICO拥有两位非凡的经理人：负责保险业务的托尼 · 奈斯利和负责投资业务的卢 · 辛普森。

托尼，52岁，已经为GEICO服务了34年。我再也找不出在经营GEICO的保险部门方面比他更合适的人选了。他有头脑，精力旺盛，勤勤恳恳而且目标明确。如果我们够幸运，他还会再留任34年。

辛普森非常精明强干地管理着投资业务。在1980~1995年间，在辛普森的管理下，公司股票的年均回报为22.8%，同期的标准普尔500指数的年均回报为15.7%。辛普森采取的是与我们在伯克希尔所采用的同样保守、专注的投资方式，而且有他参与董事会，对我们是一个很好的补充。有一点是超出了辛普森在GEICO的工作范畴的：他的存在让我们相信，如果查理和我遭遇不测，伯克希尔马上就会有一个非凡的专业人士可以处理它的投资事务。

当然，GEICO必须继续做到既能够吸引优质的保险客户，又能够让他们高兴。它还必须合理储备并且合理定价。但是，**公司最终成功的关键是其最低的营运成本，现在的这个水平在理论上没有任何竞争对手可以与之匹敌**。另外，在1995年，托尼和他的管理团队进一步将其承保和理赔费用降到了保费收入的23.6%，几乎比1994年的比率下降了一个百分点。在商业领域，我寻找一条能够保护经济城堡万无一失的“壕沟”。感谢托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼以及他的管理团队，GEICO的壕沟在1995年扩大了。

最后，让我带你去会会戴维森。他现在93岁，而且一直是我们的良师益友。他继续密切关注着GEICO，而且在公司的首席执行官们——杰克·伯恩、比尔·斯奈德和托尼需要他的时候总是能够及时出现。我们收购GEICO100%的股权使戴维森面临巨大的税款负担。一如既往地，他热情地支持这次交易。

戴维森在我认识他的45年间一直是我心目中的一位大英雄，而且他也从来没有让我失望过。你应该知道，要是戴维森没有在1951年一个寒冷的周六如此慷慨地付出他的时间，那么伯克希尔应该不会有今天。我过去通常是在私下对他表示感谢，但是我认为通过这份报告代表伯克希尔的股东感谢他是非常适合的。

我相信GEICO的故事阐明了伯克希尔的投资方式的好处。查理和我没有教给托尼任何东西，而且以后也不会，但是我们创造出了一个环境，可以让他将他的才能充分应用到重要的地方。他不需要将他的时间或者精力投入董事会会议、新闻采访、投资银行家的陈述或者与金融分析师的谈话中。另外，他从来不需要浪费一分一秒来考虑融资、信用评级或者是华尔街对每股收益的期待。由于我们的所有权结构，他也知道他的营运架构可以在今后保持数十年的时间。在这种自由的环境里，托尼和他的公司都能够将其几乎是无限的潜能转化成与之相符的业绩。

以下为《商业与金融纪事》在1951年12月6日星期四所刊登文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票中我的最爱

沃伦·巴菲特
内布拉斯加奥马哈的巴菲特-福尔克公司

政府雇员保险公司

充分就业、经济繁荣时期、利润和红利分配记录与被低估的股价不相称。大多数的行业在过去的5年之间已经赶上了经济繁荣的浪潮，其间只是掀起了很少的涟漪扰乱这股潮流。

汽车保险业务还没有分享到这次发展的好处。在战后紧接着的那段时间遭遇令人吃惊的巨额亏损之后，市场在1949年已经开始自我调整。在1950年，从事意外伤害保险业务的上市公司再次遭遇打击，保险业经历了15年中倒数第二差的年份。意外伤害保险公司，尤其是那些在汽车保险领域拥有大量保单的公司最近的收益报告，已经很难让我们从它们的股票上看出牛市的热情了。以正常的收益能力和资产因素为基础来考虑，这些股票中很多都出现了价值低估的情况。



这个行业的特点就是会减缓周期的冲击。很多人认为汽车保险是一种必须购买的险种。保险合同必须每年一签，费率基于经验。费率的变动落后于成本，尽管这在价格上涨的1945~1951年间是不利的，但是，如果把通货紧缩的因素考虑在内，这就应该被证明是有益的。

其他的行业优势还包括不需要考虑存货、收款、劳动力和原材料问题。该行业也不存在生产过程中的废弃物以及相关的废旧设备的危害。

GEICO（政府雇员保险公司）是一家成立于20世纪30年代中期，为特定阶层人士提供全国范围内的汽车保险的公司，客户包括：(1)联邦、州以及地区政府雇员；(2)美国军方拥有职衔的现役以及预备役军官，以及属于头三个工资等级的军士；(3)服役期间表现合格的退伍军人；(4)老的保单持有人；(5)大学、学院以及中学的教职人员；(6)政府承包商的从事防务工作的雇员；(7)股东。

公司没有代理商，也没有分支机构。其结果是，保单持有人以高达标准费率30%的折扣获得标准的汽车保险。通过遍布全国的大约500个代表，索赔能够得到快速的处理。

“成长型公司”这个说法在过去几年中一直被滥用在那些销售增长略高于通货膨胀率以及业务竞争出现缓和的公司身上。GEICO符合正规意义上成长型公司的标准，主要基于下面的数据：

年度	保费收入（单位：美元）	保单持有人数量
1936	103 696.31	3 754
1940	768 057.86	25 514
1945	1 638 562.09	51 697
1950	8 016 975.79	143 944

当然，今天的投资人不能从昨天的增长中受益。在GEICO的这个案例中，我们有理由相信它在此后还有很大的成长空间。在1950年以前，公司只在50个州中的15个获得了经营许可，包括华盛顿特区以及夏威夷。到今年年初，纽约州的保单持有人不足3 000人。然而，在纽约州125美元的保单上节省25%看上去要比在那些人烟稀少的地区节省50美元的25%诱人得多。

成本竞争的重要性在衰退时期更显著，因而GEICO的费率在它从错带关系带来的业务上转向的过程中应该变得更加有吸引力。随着保险费率由于通货膨胀因素提高，按照美元来计算，保单价值的25%的差异也变得更大了。

这里不存在代理商接受有问题或者面临重新陷入贫困危险的申请人的压力。在那些费率结构不完善的州，新的促销可能会被叫停。

很有可能，GEICO最大的吸引力在于其享有的利润率优势。GEICO的保险业务的利润与它所赚取的保费的比率在1949年是27.5%，而贝斯特统计出的135家意外伤害保险公司和担保公司的平均比率是6.7%。由于1950年的情况变得更糟，贝斯特汇总的利润率跌到了3.0%，而GEICO的利润率跌到了18.0%。GEICO没有承保全部的意外伤害险种，人身伤害和财产损失对于GEICO来说都是重要的产品线，但是都是盈利水平最低的险种。GEICO也提供大量的车祸保险，这是在1950年比较赚钱的产品。

在1951年的上半年，从实际业务情况看，所有的保险公司在意外伤害保险的产品线上都在亏损，人身伤害以及财产损失险位居最不赚钱的险种名单之列。其中，GEICO的利润率跌到略高于9%的水平，马萨诸塞州的绑定保险公司（Bonding & Insurance）出现16%的亏损，新阿姆斯特丹意外伤害保险公司（New Amsterdam Casualty）亏损8%、标准事故保险公司（Standard Accident Insurance）亏损9%，等等。

由于GEICO的快速成长，现金红利必须保持在低水平。股票红利和按照25∶1的比例进行的拆分使市场上流通的股份从1948年6月1日的3 000股增长到了1951年11月10日的25万股。很有价值的权益性证券也已经发行，投资者可以用来认购附属公司的股票。

自从本杰明·格雷厄姆的投资信托基金在1948年获得并发售了大部分股票后，他就开始出任董事长。利奥·古德温从一开始就指引着GEICO的成长，他也是最有能力的总裁。在1950年年底，董事会的10位董事拥有了全部已发行股票的大约1/3。

公司在1950年的收益为每股3.92美元，而1949年建立在较小规模业务基础上的收益为每股4.71美元。这些数据不包括未收入保费储备的增长，这个数据在这两年中都很大。1951年的收益要低于1950年，但是在今年夏天出现的费率增长潮带来的效果将体现在1952年的收益中。投资收益在1947~1950年间增长了4倍，反映了公司资产的增长。

从目前大约是1950年收益的8倍的价格看，对于这个行业来说，这是灾年，看上去价格还没有体现出公司巨大的增长潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 ■ 并购通用再保险公司

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用再保险公司已经累积了大量的风险，其危险程度与恐怖分子在攻击美国的行动中引爆几枚大规模原子弹一样致命。当然，发生这种规模灾难的可能性基本上是不存在的，但是，保险公司必须要把它们的风险控制在如果“不可能的情况”真的发生了，也不会影响到它们的财务基石的稳固性的范围内。事实上，要是通用再保险公司仍然是一家单独的公司，光一个世界贸易中心的袭击事件就足以威胁到公司的生存了。

——沃伦·巴菲特

严重的错误

如果我们的保险业务要长期产生低成本的浮盈，它们必须：(1) 根据严格的纪律进行承保；(2) 保守地安排储备；(3) 避免累积太多可能让据分析“不可能发生”的事故威胁到其偿付能力的风险敞口。我们所有的主要保险企业中除了一个例外，其他的基本上能够通过这些测试。

这个例外就是通用再保险公司，而且去年为了使它维持正常的局面，我们做了大量的工作。我很高兴地报告，在乔·布兰登的领导以及塔德·蒙特罗斯的无私协助下，每一个出现过问题的战线都取得了巨大的进展。

当我在 1998 年同意将伯克希尔与通用再保险公司合并的时候，我认为这个公司坚持了我列举的三条规则。我曾经用几十年的时间研究过这个公司，而且观察到，能够带来持续保障的保险纪律就是保守。在并购的时候，我没有发现通用再保险公司的标准有降低的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我完全错了。通用再保险公司的文化和实践已经发生了巨大的变化，而且不为管理层所知，也不为我所知的是公司对其当前的业务进行定价的方式存在着相当严重的错误。

通用再保险公司的财力，甚至在我们于2003年入主的时候在再保险企业里也是无人能敌的，而一年之后又得到了进一步的提升。公司的很多竞争对手在去年都遭遇了信用评级下降，使通用再保险公司以及其在国民赔偿公司（National Indemnity）的姊妹业务部门成为世界主要保险公司中仅存的获得AAA评级的机构。

当保险公司购买再保险的时候，它们买的只是一个承诺，这种承诺的有效性可能在几十年中都不会受到考验——而在再保险领域，没有其他任何承诺能够与通用再保险公司和国民赔偿公司所提供的承诺的价值相匹敌。另外，与大多数的再保险公司不一样，我们切实地留意着我们认为可能产生的风险。因此，我们赔付的能力不依赖于其他人向我们归还资金的能力和意愿。当该行业遭遇一定会出现的天灾的时候，这种在金融方面独立的优势就极为重要了。

一个远远谈不上让人愉快的平仓操作发生在通用再保险公司证券部门，即我们并购通用再保险公司时接手的交易和衍生品业务中。当我们于2002年年初对通用再保险公司的证券业务开始进行清算的时候，它拥有23 218份票据，884个交易对手方（有些名字我根本没有办法念出来，我估计他们没有太多的商业信誉可言）。从那时起，这个部门的经理人员在对头寸进行平仓的过程中表现出了很娴熟的技能，而且一直也很勤奋。然而，到了几乎已经是两年之后的年底，我们仍然持有7 580份未解决的票据，453个交易对手方。（正像乡村音乐里充满哀怨的歌词："要是你不离开，我怎么会想念你？"）

收缩这项业务的代价不菲。2002年，我们的税前亏损已经达到了1.73亿美元，2003年的税前亏损为9 900万美元。应该注意到的是，这些亏损来自于那些完全符合美国通用会计准则并且一直进行正常的逐日盯市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（market-to-market）的合同组合，已经以标准的折让对未来的信贷损失以及管理成本进行了处理。另外，我们的清算工作的开展，既是在一个良性的市场中进行，也是以一种有序的方式进行——我们过去没有出现过大的信贷损失。这与在金融危机中，一批衍生产品交易者被迫同时停止操作时可能出现的局面正好相反。

如果我们在衍生产品上的经历，以及去年披露的房地美令人目瞪口呆的胡闹和鲁莽让你对这个领域的账目产生怀疑的话，那说明你还是有救的。无论你在财务方面有多厉害，你也不可能光靠阅读一家拥有大量衍生产品的公司公开的那几份材料就清楚它的头寸里所隐藏的危险。事实上，**你对衍生产品了解得越多，你就越不相信你能够从正常提供给你的披露资料里了解到真实的情况**。用达尔文的话说："与知识相比，无知通常更容易带来信心。"

亡羊补牢

现在是忏悔时间：我确信，如果我能够采取更加迅速的行动，关闭通用再保险公司证券部门，我应该能够为你们减少1亿美元左右的税前亏损。在对通用再保险进行并购的时候，查理和我两人都知道它的衍生产品业务没有什么吸引力。报告中的利润给我们的感觉就是虚幻的，而且我们觉得没有办法对这个业务所承载的风险规模进行有效的衡量和限制。另外，我们知道，这项业务可能出现的任何大问题都会与能够影响到伯克希尔方方面面的金融或者保险领域的麻烦产生关联。换句话说，衍生产品业务一旦需要支持，就有可能在我们正好可以配置伯克希尔的资本和信贷以争取巨额利润时，占用掉这些资源。

（历史经验：我们在1974年正好有过类似的经历，当时我们成为一场大型的保险欺诈的受害人。有一段时间，我们没有办法确定这场欺诈最终要花费我们多少钱，因而，保留的现金超过了我们正常的需要。如果不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于这个担心，我们本应该在当时股票异乎寻常地便宜的情况下买入更多。)

查理会快速行动起来去关闭通用再保险公司证券部门——这一点毫无疑问。然而，是我优柔寡断了。其结果是，我们的股东要付出比我们退出这项业务所需的花费高得多的代价。

通用再保险公司证券部门的平仓工作仍在继续。我们在 3 年前决定退出这项衍生产品交易业务，但是，事情往往是说起来容易做起来难。尽管衍生工具据说是具有高度流动性的，而且尽管我们在退出头寸的时候，曾经拥有良性市场带来的优势，但是到年底的时候我们仍然持有 2 890 个未结算的合同，最多时有 23 218 个。就像地狱一样，衍生产品交易的领域也是进入容易，退出难。(其他的相似性大家也是心知肚明的。)

通用再保险公司的衍生产品合同都是需要逐日盯市的，我相信公司的管理层能够认真、勤勉、尽力地作出真实的“标记”。然而，衍生产品的市场价格有时候会非常含混不清，因为这个领域里一个合同的解决有时候要等到几十年之后，通常还会牵涉到多重的变量。在此期间，这些标记还会影响按年度支付的管理费用及红利。毋庸置疑，虚幻的利润通常也被计入其中。

投资人应该清楚，在所有类型的金融机构里，高速增长有时候掩盖了严重的基础性问题（而且偶尔还存在着欺诈）。判断衍生产品业务真实的盈利能力的测试方法，是看它在以零增长模式运作一个更长的时间段后所能达到的水平。只有当大浪退去，你才会知道，谁其实一直在裸泳。

我们在去年继续进行从通用再保险公司的衍生产品业务中退出的努力，并在这个过程中于税前损失了 1.04 亿美元。自从我们开始这种努力以来，我们的累积损失为 4.04 亿美元。

最开始的时候，我们拥有未结算合同 23 218 个。到 2005 年年初，未结算合同数量下降到了 2 890 个。你会期待我们的损失可能就此停止，但是血还在流。去年我们将持仓量减少到 741 个合同，这个过程让我们支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付了1.04亿美元，我们在前面已经提到过。请记住，通用再保险公司在1990年建立这个部门的理由是希望满足保险客户的需求。然而，我们在2005年清算的一个合同居然有100年的期限！很难想象，这样一个合同能够满足什么样的“需求”，除非，或许一个有补偿意识的交易商需要他的账上有一份时间跨度很长的合同。对长期合同，或者另外的那些有多个变量的合同进行逐日盯市（对衍生产品记账时的标准程序）是最为困难的，而且，这种类型的合同在那些交易员打算为它们估计价值的时候提供了“想象”的最好条件。毋庸置疑，交易员对这种情况一直在推波助澜。

一项业务中，要是其巨额的价值补偿来自于推算的数据，这显然是伴随着危险的。当两名交易员推出了一项拥有几个有时候显得非常晦涩的变量，而且结算日期非常遥远的交易的时候，无论他们各自的公司在什么时候计算收益，他们都必须相应地对这些合同进行估值。对于某一个具体的合同，A公司可以自己定一个价格，B公司也可以自己再定一个。你可以打赌，估值方面的差异总是向有利于各自公司的较高收益的方向倾斜——而且我个人所熟知的几个估值差异确实是巨大的。这真是一个奇怪的世界，居然两方的公司都可以凭借对一张纸的交易，马上对外报告自己的盈利。

我之所以每年都不停强调我们在衍生产品上的经历，主要是由于两个原因。一个是个人的原因，而且这是一个令人很不愉快的原因。严酷的事实是我没有马上停止通用再保险公司的交易活动，花费了你们大量的资金。查理和我两人在购买通用再保险公司的时候都知道这是一个问题，而且告诉了它的管理层我们想要退出这个业务。确保退出是我的责任。然而，由于没有认清面前的形势，我在试图出售这个业务的过程中浪费了几年时间。我们注定需要为此付出努力，因为我们找不到现实的解决办法来摆脱还将存在几十年的责任。我们的业务情况特别令人担忧，因为对它们潜在的危险，我们没有办法进行监测。另外，如果有严重的问题出现，我们知道问题会牵涉到各地的金融市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在这里经常描述我们在这个领域的问题的第二个理由是希望我们的经历能够为经理人、审计师以及监管者提供些建设性的思考。我的想法是，我们是生活在这个商业煤矿里的金丝雀，在我们快要断气的时候应该通过鸣叫发出警示。这个世界上还没有结算的衍生产品合同的数量和价值依然不断增长，而且现在的数量是 1998 年出现的上一次金融危机中的数量的好几倍。

我们的经历暴露的问题应该算是很严重的，因为我们本应以好于平均水平的表现优雅退出。通用再保险公司在衍生产品领域相对来说规模较小。它具有足够的财力来平掉它的那些具备流动性的头寸，而且市场状况本身也不错，没有任何金融或者其他方面的压力迫使它以低效的方式进行清算。我们过去的财务政策是传统的，而且确实应该被认为是保守的。另外，我们知道其中涉及的所有人都没有什么不当的行为。

将来，对于其他人来说，情况可能会是完全不同的。试想，如果你面临一个或者多个公司（麻烦通常都蔓延得很快），其拥有数倍于我们的头寸，并试图在一个混乱的市场里进行清算，而且遭遇极端而广泛的压力，那会是一种什么样的局面。对于这种情况，现在我们就必须给予足够的重视，而不是事发后才抱怨。考虑，并且改进新奥尔良大堤的牢固性的要求必须在卡特里娜飓风到来之前提出来。

当我们最终清算完通用再保险公司证券部门的时候，我对已经停止的这项业务所怀有的感情，与一首乡村歌曲里唱的一模一样：“我的妻子跟我最好的朋友私奔离去，我会对他充满歉意。”

你们会很高兴听到，这将是我最后一次讨论在通用再保险公司证券业务上的损失——而我对这一点甚至比你们更高兴。当我们在 2002 年年初开始清算这项业务的时候，我们有 23 218 个未结算的合同。现在我们还有 197 个。我们由于这项业务而累积的税前损失总计为 4.09 亿美元，而且只有 500 万美元的损失发生在 2006 年。查理说，如果我们将这 4.09 亿美元合理归放到我们 2001 年的资产负债表上的话，它应该被标记为“直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到动用之前都是优良资产”。无论如何，莎士比亚的思想经过我进行的细微修改之后，似乎很适合用做这项衍生产品业务的墓志铭：“你的末日，天下终于太平。”

危险的衍生产品

衍生产品是危险的。它们极大地增加了我们金融体系的杠杆率和风险。它们几乎使投资人不可能理解，更不可能分析那些最大的商业银行和投资银行的业务。它们让房利美和房地美在很多年的时间里发出了大量错误的收益信息。相当令人不可思议的是房地美和房利美的联邦监管者，美国联邦房地产企业监管办公室（OFHEO）的100多名雇员整日除了监察这两个机构之外无所事事，但居然根本就没有发现它们做假账的蛛丝马迹。

事实上，最近的情况表明，某些在大型金融机构工作的大名鼎鼎的首席执行官（或者前首席执行官）根本没有能力管理拥有大量复杂的衍生产品的企业。这个无能的团队也包括查理和我：当伯克希尔在1998年购买通用再保险公司的时候，我们知道我们无法把我们的心思放到它那包含23 218份与884个对手方（其中很多家我根本都没有听说过）签署的衍生产品合同的账簿上面。所以我们决定关门。尽管我们没有任何的压力，而且我们在退出的时候处于一个良性的市场里，但这项工作还是让我们花了5年的时间，以及承受了超过4亿美元的损失才大部分完成。在即将告别的时候，我们对于这项业务的感情正好印证了一首乡村歌曲所唱的：“我对你的爱，随着了解而消失。”

提高“透明度”是政治家、评论家和金融监管者为防止未来的火车出轨事故最喜欢采取的规避措施，但它不可能解决金融衍生产品引发的这些问题。我想象不出有什么样的报告机制能够描述并衡量衍生产品构建的巨大而复杂的投资组合中存在的风险。审计师无法审计这些合同，而监管者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也无法进行监管。当我读到公司年报中与这些金融工具纠缠不清的“披露信息”的时候，我最终搞明白的是，我弄不清楚它们的投资组合中会出现什么情况（随后我会去找几片阿司匹林）。

一项正常的股票或者债券交易会在几天之后结束，届时一方拿到现金，而另一方拿到证券。对手方的风险因而很快消失，这就意味着信贷问题不会累积。这种快速处理程序是维持市场完整性的关键所在。这实际上就是纽约证券交易所和纳斯达克市场在 1995 年把结算时间从 5 天缩短到 3 天的原因。

衍生产品合同则恰恰相反，通常连续很多年，甚至几十年都不进行结算，使交易对手方各自累积起了针对对方的巨大权益。“纸”上资产以及义务通常都很难量化，而它们却成为财务报表中的重要组成部分，尽管这些项目其实到很多年之后都不会得到验证。另外，一个令人恐惧的相互依赖的网络在巨型的金融机构之间织成了。数十亿美元的应收款和应付款集聚在大型交易商手里，他们也以其他方式进行了高度杠杆化的配置。试图逃避麻烦的参与者所面临的问题，与那些试图避免性病的人所面临的问题几乎如出一辙：你要知道的不仅是你与谁睡觉，还有他们与谁睡觉。

继续我们的比喻，跟所有人睡觉对于那些大型的衍生产品交易商来说确实是有用的，因为这样做可以让他们确信如果麻烦出现，政府不得不施以援手。换句话说，只有在遇到麻烦的公司能够将麻烦扩散到全部的左右邻居（我没有提谁的名字）当中的时候，它才肯定能够成为在国家层面被关心的问题（一个适当的后果，我不得不悲伤地说）。从这个令人不悦的现实里，我们发现了“公司生存第一定律”，这一定律适用于那些一窝蜂地提高杠杆率，并且管理着大量深不可测的衍生产品账户的雄心勃勃的首席执行官：彻头彻尾的不称职者做不了；能够采取乱七八糟的做法、胆子够大的人才是公司需要的。

考虑到我所描绘的惨烈图景，你可能会奇怪，为什么伯克希尔会是 251 个衍生产品合同（除了在中美洲公司以及通用再保险公司留下的几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于操作目的的合同之外）中的交易对手方。答案很简单：我相信我们拥有的每个合同在开始的时候被错误地定了价，有时候更是出现了很严重的错误定价。我在建立这些头寸的时候就开始严格监控它们，这一系列的责任符合我的信念，**我认为任何大机构的首席执行官必须同时也是首席风险官**。如果我们在我们的衍生产品业务上亏损，那就是我的失职。

我们的衍生产品交易需要我们的对手方在合同生效后向我们付款。伯克希尔因此总是持有现金，这会让我们误认为对手方没有严重的风险存在。到年度结束的时候，对手方支付给我们的钱减掉我们承担的亏损，即一般所说的衍生产品"浮盈"，合计 81 亿美元。这个浮盈与保险浮盈类似：如果我们在一项基础交易上做到盈亏持平，我们将能够享用这笔免费的资金很长时间。尽管还远不能说是一件确定的事情，但我们所期待的是我们做得比持平好，而且我们用这些资金赚来的巨额的投资收益将会锦上添花。

查理和我对衍生产品以及与之相辅相成的交易活动的感受是完全一致的：我们把它们看成是定时炸弹，其危害到的既包括交易的双方，也包括整个经济体系。

在交代了这个想法以后，我在后面还会回过头来作些说明，现在先让我们转而解释一下衍生产品，尽管这个解释必须是广义的，因为这一说法将会涵盖一个非常广泛的金融合约范围。从本质上说，这些工具要求交易双方用金钱在未来的某个日子进行换手，其金额由一个或者多个参照标准来决定，比如利率、股票价格或者货币价值。举个例子说，如果你在一份标准普尔 500 指数期货合同上做多或者做空，你就成了一个非常简单的衍生产品交易的一方——你的收益或者亏损来自于指数的变动。衍生产品合同有不同的期限（有时候持续 20 年或者更长），而且它们的价值通常都与几个变量挂钩。

除非衍生产品合同得到过抵押或者担保，否则它们的最终价值也取决于与之相关的交易对手方的商誉。尽管与此同时，在合同结算之前，交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对手方在其收益表中记录利润和亏损，而且金额通常都很大，但这些对手方实际上没有进行一分钱的换手交易。

衍生产品合同的范围只受到人（或者有时候，看起来是疯子）的想象的限制。比如在安然，它拥有报纸和宽带衍生产品，其到未来很多年后的到期日进行结算，也都被记录在账簿上。或者说，你想要写份合同，预测一下内布拉斯加2020年出生的双胞胎数量。这也没有问题，只要报出一个价格，你很容易找到一个心甘情愿的对手方。

当我们购买通用再保险公司的时候，与之一起过来的还有通用再保险公司证券部门，这是一家衍生产品交易商，查理和我都不想要，我们判断它存在危险。然而，在出售这部分业务的尝试中，我们失败了，因而现在只有结束它。

但是，关闭一项衍生产品业务说起来容易做起来难。我们需要很多年才能够从中完全脱身（尽管我们每天都在减少我们的风险敞口）。**事实上，再保险与衍生产品业务很类似：就像地狱，二者都是让人感觉进来容易，但是几乎不可能有机会再出去。**在两个行业里，一旦你签下了一份合同——它可能会要求你在几十年后支付大额的款项，你就被它缠住了。千真万确，确实有很多种方式，你通过这些方式可以把风险转移给别人。但是这种类型的做法中，大多数都还会给你留下后续的责任。

再保险和衍生产品的另外一个共同点是，两者都产生报告收益，而且该收益通常都会被过度夸大。这是真的，因为今天的收益在很大程度上是基于预测，而其不准确性可能到很多年之后也不会暴露。

错误通常是诚实的，它们所反映出来的只是人类倾向于对某一个承诺采取乐观态度的天性。但是衍生产品的交易双方也存在为了自己的利益在记账时故意进行欺骗的很大动机。那些交易衍生产品的人总是获得按逐日盯市的方式计算出的“收益”（的全部或者一部分）。但是通常的情况下，并没有真正的市场（考虑一下我们提到过的涉及双胞胎的合同）存在，而逐日盯模型的方式被采用了。这种替代可能带来大规模的危害。作为通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的规则，涉及多种参照项目以及远期结算日的合同，增加了对手方通过奇思妙想进行假设的机会。比如在双胞胎的例子里，合同的交易双方或许会采用不同的模型，使他们各自在很多年里都能够报告巨额的利润。在极端的例子里，逐日盯模型会堕落为我所称的“逐日盯神话”的情况。

当然，内部和外部的审计师会重新评估这些数字，但是这也不是一件容易的工作。比如，通用再保险公司证券部门在年底（经过对其业务 10 个月的平仓后）有 14 384 个未结算合同，牵涉到世界各地的 672 个对手方。每个合同都出现了由一个或者多个参照项造成的价值增加或者减少的情况，包括某些令人无法想象的复杂情况。对这样的投资组合进行估值，再有经验的审计师都会很容易而且很诚实地给出千差万别的意见。

与学术性的问题相比，估值的问题还不算什么：在最近几年，某些涉及巨额资金的欺诈以及近似欺诈的事件得到了衍生产品交易所提供的便利。比如，在能源和电力这些公共部门，公司可以使用衍生产品和交易活动来报告大量的“收益”——直到它们想要切实地把它们资产负债表上与衍生产品相关的应收款转换成现金的时候，房顶坍塌下来。“逐日盯市”这时变成了真正的“逐日盯神话”。

我可以向你们保证，在衍生产品业务里标记收益的错误不是对称的。几乎不可避免地，它们都有利于那些瞄着几百万美元红利的交易员，或者那些报告令人印象深刻的“收益”的首席执行官（或者两者都有）。交易员们拿到了红利，而且首席执行官也从他们的期权中获得了丰厚的收益。只有在很长时间之后，股东才会知道报告中的收益是骗人的。

关于衍生产品的另一个问题是，它们可以由于完全不相关的原因给公司遭遇的困难火上加油。这种堆积效应的出现，是因为很多衍生产品合同要求，当一个公司遭遇信用评级下调时，它必须马上给对手方提供抵押物。那么，请想象一下，一个公司由于通常的经济萧条面临信用评级下调，而其衍生产品马上就会杀进来，对公司提出意想不到而且数额巨大的现金抵押要求。为了满足这个要求，公司可能会被带入流动性风险中，而这种情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况在某些条件下，又会使公司的信用评级进一步下调。这就像一个螺旋，可能最终导致公司破产。

衍生产品也会产生一连串的风险，这与过多地将自己的业务推给别人的保险公司或再保险公司面临的风险类似。在这两种情况下，来自于很多交易对手方的巨额的应收款会随着时间的推移累积起来。（在通用再保险公司证券部门，我们仍然有 65 亿美元的应收款，尽管我们进入清算程序已经有将近一年的时间了。）参与者会认为自己很稳健，相信他大量的信贷风险敞口可以变得多样化，因而他不再面临风险。然而，在某些情况下，一个造成来自 A 公司的应收款出现问题的外源性事件，也会影响那些来自从 B 公司直到 Z 公司的款项。历史的经验告诉我们，危机通常会造成这种局面，各种问题会以在平静时期我们连做梦都想不到的形式相互作用。

在银行业，对"相互联系"问题的认识是形成联邦储备体系的众多原因中的一个。在美联储建立起来之前，弱小银行的倒闭，有时候会造成对之前很强健的银行预料不到的很突然的流动性要求，导致它们相继倒闭。美联储现在将强健的银行与那些弱小的银行进行了隔离。但是，美联储并没有接受相应的任务，来防止在保险和衍生产品业务中出现的多米诺骨牌效应。在这些产业里，基本面稳固的企业，会因为位于这个链条上很远地方的不相干企业的问题而深陷困境。当一个行业内存在"连锁反应"的威胁的时候，它将会为了减少各种类型的关联而付出代价。这是我们指导我们的再保险业务的方针，而且也是我们正在退出衍生产品业务的一个理由。

很多人认为衍生产品可以减少系统性的问题，在这个体系里，那些无法承担某种风险的参与者能够将这些风险转移给更强的企业。这些人相信，衍生产品能够起到稳定经济体的作用，提供交易上的便利，以及减少对个人参与者的冲击。从微观的层面上看，他们所说的基本上是对的。事实上，在伯克希尔，我有时候也会为了给某种投资策略提供便利而参与到大规模的衍生产品交易中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，查理和我相信，从宏观的层面上看，这种产品是危险的，而且当我们从更宏观的层面上看时，它就更加危险。大规模的风险，主要是信贷风险，已经开始集中到相对较少的几个衍生产品交易商身上，这些人又在相互之间进行了广泛的交易。某个人身上出现的问题会很快波及其他人。更严重的是，这些交易商又成了非交易商对手方巨额款项的债权人。这些对手方中的某一些，正如我已经说过的，又可能由于某些单独的事件（比如电信行业的萎缩或者电力方面商业项目价值的突然下降）同时遭遇困境，从而相互联系在一起。当这种情况的出现足够突然的时候，这些对手方相互间的联系就可能引发严重的系统性问题。

事实上，在 1998 年，长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，简称LTCM）这只对冲基金单独的高杠杆率以及重仓持有衍生产品的做法就造成了美联储的高度紧张，使它仓促地指挥了一场拯救行动。后来到国会作证时，美联储的官员在证词中承认，要是他们不干预，长期资本管理公司这家在普通公众中没有任何知名度而且只雇用了 100 多人的企业所进行的那些交易，可能已经对美国市场的稳定造成了严重的威胁。换句话说，美联储之所以采取行动，是因为它的领导人担心，如果长期资本管理公司倒下，其引发的多米诺骨牌效应，或许会对其他的金融机构造成影响。而尽管这个事件使固定收益市场的很多部门瘫痪了数周，但是这与可能出现的最坏的情况相比，还是要好很多。

长期资本管理公司使用的衍生工具之一是总收益互换（total-return swaps），即在各种市场，包括股票市场上推进 100%的杠杆率的合约。比如说，一项合约中的甲方，通常是一家银行，支付用于购买股票的所有资金，而乙方不需要提供任何的资本金，只要同意在未来的某一个日子，在银行卖出这些股票的时候，获取所有的收益，或者承担全部的损失。

这种类型的总收益互换跟利润率要求开了个玩笑。走得更远的其他类型的衍生产品极大地限制了监管者限制杠杆率的能力，而且捆住了他们的手脚，使他们无法对银行、保险公司以及其他金融机构进行很好的风险预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测。类似地，甚至连非常有经验的投资人和分析师在分析那些配置有太多衍生产品合同的企业的财务状况时也遭遇了很大的困难。当查理和我读完详细介绍大银行的衍生产品交易活动的大段脚注的时候，我们唯一弄明白的是我们不知道这些机构在运行的过程中存在的危险到底有多大。

衍生产品的妖魔现在已经跳出了瓶子，而且这些工具几乎肯定能够在某些事件使它们的毒性浮上水面之后变幻出更多的种类和数量。对它们的危险程度的认识已经渗入了电力和燃气行业，在这些行业里，大麻烦的引发导致了对衍生产品的应用急剧减少。然而，在其他所有领域，衍生产品业务继续毫无节制地扩展。各国的中央银行及政府还没有找到任何有效的方式来控制，甚至只是监视由这些合同所引发的风险。

查理和我相信，伯克希尔应该是金融实力的堡垒——这完全是为了我们的所有者、债权人、保单持有者以及雇员。我们尽最大努力对任何可能出现的巨大风险保持警惕，这样的姿态能够让我们对正在形成的长期衍生产品合同的风险，以及随着公司的扩大同步增长的大规模的无抵押应收款有一个合理的认识。然而，**我们认为衍生产品是大规模杀伤性金融武器，其危险尽管现在还没有显现，但是具有潜在的致命性。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 风险评估与管理

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理和我痛恨冒险，甚至最微不足道的风险，除非我们觉得能够为此获得足够的补偿。要说我们痛恨风险到什么程度，那也就是连像偶尔在干乳酪盒子上印的有效期过后的第二天品尝一下这种乳酪所面临的风险也不愿去冒。

——沃伦·巴菲特

在风险中获胜

这个业务中最为重要的是遵守纪律。获胜者是那些坚持不懈地遵循三项关键原则的人：

1. 他们只接受那些他们能够合理评估（处于他们的能力范围之内）的风险，而且在他们对所有相关的因素，包括极为罕见的损失情况进行过考量之后，仍然能对利润满怀期望。这些承保人并不重视市场份额这一因素，而且对把业务拱手让给那些提供了愚蠢的价格或者保单条款的竞争对手能够保持非常平和的心态。

2. 他们限制自己能够接受的业务，以保证他们不会遭受来自一个单一事件或者一系列相关事件的连带损失，并因而也不会最终威胁到他们的偿付能力。他们孜孜不倦地在看起来似乎并不相关的风险里寻找可能存在的相关性。

3. 他们回避牵涉道德风险的业务：无论是以什么样的费率，要想与坏人达成好的协议都是不可能的。尽管大多数保单持有人和客户都是诚实而且守道德的人，但是与少数情况属于例外的人做生意的代价通常是昂贵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，而且有时候是异乎寻常地昂贵。

在这项业务中，我们出售的是那些保险公司和再保险公司买来保护它们自己不受大规模灾难的风险影响的保单。由于真正的大灾难很少发生，我们的超级猫业务（super-cat business）有望在大多数年份报告巨额的利润——当然也会偶尔出现巨额的亏损。换句话说，超级猫业务的吸引力需要经过很多年来衡量。然而，你必须明白的是，超级猫业务经历一个真正可怕的年份不是一种可能性——而是一种确定性。唯一的问题是它会在什么时候到来。

在我们的超级猫业务中，我们的客户是那些暴露在严重的收益波动之中，而且希望减少这个波动的保险公司。我们以一个我们认为是合理的价格出售的产品，是我们将那种波动转到我们的账簿上的意愿。将那种波动纳入伯克希尔的收益中对我们的影响很小：查理和我更愿意在一段时间内赚取起伏很大的15%的收益，而不是平稳的12%的收益。（总体来说，我们的收益在每日以及每周的范围内波动很大——我们为什么要要求得到像地球围绕太阳公转所形成的每一个轨迹那般平滑的收益曲线呢？）然而，当我们拥有也能够接受波动的股东/合作伙伴的时候，我们对那种想法感觉最为惬意，而且这也是我们定期重复我们的警示的理由。

减少大的损失

有关我们在加利福尼亚地震上的风险敞口，即我们最大的风险的一些事实似乎是妥当的。

所以，在保单期限内，我们必须要作出赔付的真正概率是什么样的？我们不知道——我们也不认为计算机模型能够帮助我们，因为我们相信它们的准确性本身就是不切实际的。事实上，类似的模型会把决策者诱入一种错误的好像有保障的感觉之中，而且因此增加他们真正犯下巨大错误的概率。我们已经在保险和投资业务中见惯了类似这种溃不成军的情况。看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看“投资组合保险”，它在1987年市场崩溃期间的毁灭性效果让人们不得不考虑，从窗口跳下去的似乎应该是电脑。

就算是风险评估无法完成，保险公司也能够理性地承保。总体说来，你没有必要通过了解一个人准确的年龄来判断他是否具有投票权，也不需要知道一个人精确的体重来确认他对节食的需求。**在保险中，最基本的一点是要记住，从理论上说，任何的意外都是令人不快的**，而且只要牢记这一点，我们就会尽量针对我们的超级猫业务的风险敞口进行合理定价，以便使大约占总保费的90%的赔付最后能够被计入损失和成本。经过一段时间之后，我们就会发现我们的定价策略是多么聪明，但是这一天并不会很快到来。超级猫业务很像投资业务，在这个过程中，你通常需要花费很长的时间来证实你是否真的知道你正在做的是什么事情。

在这个方面，像在其他方面一样，我们尝试在伯克希尔“反向设计”我们的未来，同时把查理的座右铭牢记在心里：“我想知道的一切是我将死在那里所以我永远也不去的地方。”（反过来想也真的很有用：尝试倒着唱西部乡村歌曲，你很快就会重新赢得你的房子、车子和妻子。）如果我们不能忍受一个可能的后果，纵然它可能很罕见，那么我们会避免埋下它的种子。这就是为什么我们不会借入大额的资金，以及为什么我们这么确信，我们的超级猫业务的损失就算在它最大的可能范围内，也不会对伯克希尔的内在价值有什么重大的影响。

在伯克希尔，我们应该注意到，我们在某些年份里曾经愿意承担比其他保险公司机警地承担的更大的风险。现在的情况仍然是这样。我们非常愿意在一个单一的事故中损失20亿~25亿美元（像我们在“9·11”事件中的情况那样），前提当然是我们为假定的造成这个损失的风险收取了合理的保费（在那样的情况下，我们不会在整体上有大的亏损）。

然而，我们要强调，我们假定阿吉特[①]负责的业务中的风险是巨大

---

① 即伯克希尔·哈撒韦公司负责批量再保险业务的高管阿吉特·贾因。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的——远大于世界上的其他保险公司所承担的风险。因此，一个单一的事件就可以在任何的季度或者年份造成阿吉特所负责财务结果的巨大波动。这对我们来说一点影响都没有：只要我们收到合理的保费，我们就喜欢承受别人希望避开的短期的波动。在伯克希尔，与平稳的12%的收益相比，我们更愿意在一段时间内赚取波动很大的15%的收益。

如果在接下来的10年或者20年间真的有大灾难出现——而这是存在现实的可能性的，那么有些再保险公司就不可能幸存下来。迄今为止出现过的最大的保险损失是发生在世界贸易中心的灾难，据预测，这场灾难花去了保险行业350亿美元。安德鲁飓风在1992年花去了保险公司155亿美元（当然，如果以今天的币值算，这个数字会大很多）。这两个事件都打击了保险和再保险行业。但是，如果特别严重的地震或者飓风正好袭击了不该袭击的地方的话，那么灾难造成1 000亿美元的损失，甚至更大规模的损失，都是可能的。在2004年，4次大型飓风袭击了佛罗里达，造成总计250亿美元左右的保险损失。只要其中的两次，即飓风查理和伊万登陆的地点稍稍偏离它们实际登陆的地点，则它们造成的损失就可能是已经造成损失的3倍以上。

很多保险公司认为1 000亿美元的行业损失是“让人无法想象的”，因而不愿意为此作任何的规划。但是在伯克希尔，我们已经完全准备好了。我们在这个损失中所占的份额很可能是3%~5%，而来自于我们的投资和其他业务的收入可以很轻松地超过这个花费。当“后天[①]”来临的时候，伯克希尔的支票将会结清。

谨慎冒险

这是一个尚无定论的问题，气流、海洋或者其他因素是否已经急剧地

① 意指世界末日。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变了飓风发生的频率或者密度？最近的经历是令人恐惧的。比如，我们知道，在2004年之前的100年里，3级或3级以上强度的飓风大约出现过59次，其袭击的是美国东南地区以及墨西哥湾沿岸各州，而且其中只有3次达到5级强度。我们还知道，在2004年，3级的风暴出现了3次，也袭击了那些地区，而且在之后的2005年出现了4次，其中之一是卡特里娜飓风，它是在这个行业的历史上最具破坏性的飓风。另外，去年还有3次5级以上的强风暴在靠近海岸的地方生成，幸运的是，它们在登陆之前减弱了。

这些更为寻常而且更为密集的风暴袭击仅仅是反常现象吗？或者它们是由气候、海水温度的改变或者其他我们还没有完全掌握的变动所引发？而且，这些因素是否会演变成另外一种方式，这种方式很快就会产生让卡特里娜飓风相形见绌的灾难？

乔、阿吉特和我都不知道这些重大问题的答案。我们知道的是我们的无知意味着我们必须遵循帕斯卡尔（Pascal）在他著名的关于上帝存在的声明中所指示的道路。你可能回想得起来，他总结说，由于他不知道答案，他个人的收益与损失的比率就指向了一个肯定的结论。

在这样的精神指引下，我们得出结论，我们现在应该签出的超级猫保单的价格要远高于去年被普遍接受的价格——而当某些重要变量的改变在不久的将来产生代价更加惨重的风暴时，累积的风险敞口并不会造成我们的担忧。在2004年之后，我们稍稍有了这样的想法——而且，当价格提不上去的时候，我们就减少了我们的保费。现在，我们谨慎地进一步强化这种理念。然而，如果价格看上去是合适的，那么我们仍然具备成为世界上最大的超级猫业务承保人的可能性，无论是在能力上还是在胃口上。

不要认为我们失去了对风险的胃口。我们仍然准备着为单独的事件损失60亿美元，前提是我们为这个假定的风险收到了合理的保费。尽管如此，我们也不愿意以不能反映我们对损失可能性估值的价格来承担非常小的风险敞口。合理的价格不能在任何特定的年份保证盈利，但是不合理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格非常有把握能够保证最终的亏损。由于有大量的资金涌入超级猫业务领域，保险费率最近已经下跌了。我们因此急剧地减少了我们的风险敞口。我们在这里的行为方式与我们在金融市场所采用的是类似的：当别人贪婪的时候恐惧；当别人恐惧的时候贪婪。

当我们找不出任何令人激动的东西去投资的时候，我们“缺失”的选项是美国国债，既包括票据又包括赎回协议。无论这些工具的收益有多低，我们从来都没有为了蝇头小利而“触碰底线”，放弃我们的信贷标准或者延长还款时间。查理和我痛恨冒险，甚至最微不足道的风险，除非我们觉得能够为此获得足够的补偿。要说我们痛恨风险到什么程度，那也就是连像偶尔在干乳酪盒子上印的有效期过后的第二天品尝一下这种乳酪所面临的风险也不愿去冒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[illegible]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 合理确定高管薪酬

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近几年，薪酬委员会大多时候基本上都像是摇着尾巴的哈巴狗，温顺地听从咨询师的建议，而咨询师这群人根本就不知道要对那些给他们付费却连脸都不能露的股东忠诚。（如果你不能判断某个人的立场，那他就肯定不是站在你这一边的。）确实，每个薪酬委员会按美国证券交易委员会的要求，需要指出他们代表股东作出薪酬方面决定的理由。但是，这些文字通常都是由公司的律师或者公共关系部门撰写的千篇一律的表面文章。

为那些真正异乎寻常的工作支付高薪是没有任何错误的。但是，对于达不到这种标准的任何情况，董事们是该高喊“减薪”了。如果最近几年中出现的这种夸张的薪酬成了未来确定报酬时的基准，那将会是一个笑话。薪酬委员会应该回头审视自己的工作了。

——沃伦·巴菲特

我一直是薪酬委员会里的那个恶人。

——沃伦·巴菲特

让我暂停下来作一下短暂的忏悔。在批评薪酬委员会的行为方面，我没有像一位真正的内部人士一样说话。尽管我在20个上市公司中做过董事，但只有其中一个的首席执行官将我列入他的薪酬委员会成员名单。

——沃伦·巴菲特

薪酬制定原则

总体说来，在伯克希尔，我是一人薪酬委员会，决定着大约40个规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模很大的营运企业的首席执行官的薪酬和对他们的激励机制。

我在这方面的工作上要花多少时间？严格来说，我一点时间都没有花。**在我们 42 年的历史上，有多少位首席执行官主动离开我们去做其他的工作？准确地说，一个也没有。**

伯克希尔拥有很多种不同的激励机制，其条款主要依赖于一位首席执行官所管理企业的经济潜力和资本密度这一类的因素。然而，**无论是什么样的薪酬安排，我都会尽力让它兼顾简单和公平的原则。**

当我们采用可能是大规模的激励机制的时候，这些机制总是与某一位首席执行官的权力所对应的营运结果捆绑在一起。我们不会发那些包含与业务绩效无关的报偿的彩票。如果一名首席执行官打出了 0.300 的击球率，那么他就将得到作为一名击球率为 0.300 的击球手应该得到的报酬，就算是在他控制能力以外的因素使伯克希尔的业绩非常差。而且，如果他打出 0.150 的击球率，那他不会只是因为其他人的成功使得伯克希尔获得了巨大的成就就得到报偿。举个例子：我们现在在伯克希尔拥有价值 610 亿美元的股权，伯克希尔的市值在某个年度会轻而易举地上涨或者下跌 10%。那么为什么在这个世界上，我们的运营经理们的收入要受到这大约 60 亿美元价值变化的影响，尽管这些收益或者损失对于股东来说很重要？

你应该看到了大量有关那些为平庸的表现获得了巨额报酬的首席执行官们的事迹。另外一个还没有达到众所周知程度的事实是，美国的首席执行官们总体上都过着非常优越的生活。必须强调的是，他们中的很多人确实特别能干，而且几乎所有人都是每周工作 40 小时以上。但是，他们在这个过程中总是被当成是皇族。（在伯克希尔，我们当然也继续保持这种传统。尽管查理和我仍然偏爱粗布衣服和满地灰尘，但我更喜欢熟透的食物。伯克希尔拥有“欢乐大厨公司”，而我们优秀的办公室团队让我变成了“欢乐首长”。）

首席执行官在某个公司获得的高薪很快就被复制到其他任何地方。“其他的孩子都有一个”这样的说法似乎是一种太过孩子气的想法，不应该成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为董事会会议室里的理性说法。但是，咨询师们却分毫不差地采用了这个说法，当然当他们给薪酬委员会提建议的时候，他们的表述方式会更加优雅。

采取非理性以及过高的薪酬这种做法不会通过信息披露或者通过“独立”薪酬委员会成员的努力得到实质性的改变。事实上，我认为，我不被很多薪酬委员会接受的理由很可能是我在他们看来显得太独立。薪酬改革只有在应该是为数不多的最大的机构股东要求对整个体系进行重新审视的时候才会发生。咨询师们递交上来的报告中那些经过精心挑选的、用来与他们的客户进行对比的“伙伴”公司当前的薪酬制定程序，只会进一步延续目前的这种薪酬过高的情况。

在伯克希尔，我们想建立的薪酬政策应当是既易于理解，又与我们希望我们的合作伙伴所达到的目标一致。

在制定薪酬的时候，我们喜欢提出丰厚报酬的承诺，但是一定要将经理人能够控制的领域内他们的付出与产生的结果直接联系起来。当投入某个项目的资本比较多的时候，我们针对他们所使用的资本向经理人提出高增长率的要求，也为他们所释放出来的资本给予同样高利率的信贷。

这种并非免费午餐式的资金产品在斯科特·费泽尔公司是显而易见的。如果拉尔夫能够利用增加的资金获得很好的回报，公司就会为他的这一做法支付费用：当额外资本收益超过一个合理的门槛后，他的红利就会增加。但是，我们的红利计算方法是对应的：如果增加投资的回报低于标准的回报水平，那么差额部分由拉尔夫和伯克希尔承担。这种双边安排的结果是，拉尔夫即便是把他不能很好地用于他的公司的任何现金送到奥马哈，也能够获得收益——而且收益不菲。

在上市公司，把几乎所有的薪酬计划描绘成将管理层的利益与股东的利益挂钩，成了一件时髦的事情。在我们的账簿里，挂钩的意思是在盈利和亏损两个方面都成为合作伙伴，而不仅是在盈利这个方面。很多“挂钩”计划在这种基础测试面前就过不了关，成了人为的“正面我赢，反面你输”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的骗人的形式。

一种常见的错误挂钩形式出现在典型的股票期权安排上，这种安排没有能够定期提高期权价格来为这样一个事实提供补偿：其实是留存盈余在构建公司财富。事实上，将一项10年的期权、低红利以及复利组合在一起，你就能够给经理人提供丰厚的收益，而他在他的工作中也只需点到为止。一个可笑的情况也会引起大家的注意，当支付给所有者的资金被截留时，持有期权的经理人的利润就增加。我已经在一份要求股东批准一项期权计划的代理声明中看到了这个致命问题的存在。

在任何时候，我们都追求理性。以随心所欲的方式支付薪酬，而这一安排与经理人个人业绩无关，也会受到某种类型的经理人的欢迎。他们真的会拒绝免费的彩票吗？但是这样的安排对于公司来说是一种浪费，而且会导致经理人对于什么是他真正应该关注的领域完全迷失。另外，母公司非理性的行为也会鼓励下属企业的效仿行为。

激励机制

然而，在伯克希尔，我们采用了一种薪酬方面的激励机制，奖励那些在他们各自的领域内达到目标的关键经理人员。如果喜诗糖果公司做得好，那么这在传媒公司中并不会产生激励——反过来也一样。当我们在填写红利支票的时候，我们也不看伯克希尔的股票价格。**我们相信，好的单位绩效应该带来奖励，无论伯克希尔的股价是涨、是跌，还是盘整**。类似地，我们认为，平均水平的绩效不应该带来特别的奖励，就算是我们的股价飙升也不行。此外，定义“绩效”的方法也各有不同，主要取决于公司的经济基本面情况：在某些情况下，我们的经理人喜欢那种并不是来自于他们自身努力的顺风顺水的形势，而在另外的情况下，他们无可避免地要迎战逆风。

来自于这个激励机制的奖励金额可能是巨大的。在我们不同的业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单元里，高级经理人们有时候获得的激励性的红利是他们基本工资的 5 倍之多，甚至更多，而且也可能会出现这样的可能性，某位经理人的红利在 1986 年能够高达 200 万美元。（我希望如此。）我们对红利上不封顶，而且潜在的奖励获得者也不分等级。按照指标计算，一个相对较小的企业的经理人可以赚得远比规模更大的企业的经理人多。另外，我们相信，资历和年龄这样的因素也不影响激励性的薪酬（尽管它们有时候会影响基本薪酬）。一位 20 岁的年轻人，只要能够打出 0.300 的击球率，那他对我们来说就与一个 40 岁的做得同样好的人具有同样的价值。

首席执行官的合理薪酬

但是，当首席执行官们（或者他们的代表）与薪酬委员会相遇的时候，最通常的情况是一方，即首席执行官这一方远比另一方关心讨价还价的最终结果。比如，一位首席执行官总是认为获得 10 万股期权与获得 50 万股期权存在巨大差异。然而，对于薪酬委员会来说，这个差异似乎并不重要——特别是在很多公司遇到过的这两者对于报告收益没有任何影响的情况下。在这样的条件下，谈判通常具有一种“过家家”的性质。

首席执行官们胃口越来越大的情况在 20 世纪 90 年代迅速加剧，因为最贪婪的人（对身处激烈竞争中的那些人的叫法）获得的打包薪酬马上被复制到各个地方。这种贪婪传染病的带菌者通常是咨询师和人力资源部门，他们毫不费力就能知晓是谁给他们的面包抹上黄油。正如一名薪酬顾问所评论的：“有两种类型的客户让你不会想到去冒犯——现实的和潜在的。”

对于一位首席执行官来说，被解雇可能意味着一个收入特别丰厚的发薪日。事实上，他仅仅在那一天，只是在清理出他的办公桌的那一会儿，就能够“赚”得比一个美国工人毕生清理厕所所得收入更多。忘掉这个一事成功，事事成功的古老格言：今天，在行政办公室，一条放之四海而皆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准的法则是，一步走错，满盘皆输。

巨额的解雇金、丰厚的津贴以及为那些直让人摇头的绩效所付出的超出常规的薪酬，通常情况下都会接踵而来，因为薪酬委员会成了比较数据的奴隶。程序很简单：3个左右不是随机抽取的董事在董事会会议之前，被那些永远都被抬高的薪酬统计数据连番轰炸上几小时。另外，委员会还会被告知其他经理人所得到的新的福利。在这样的情况下，各种奇特的“好意”就降临到首席执行官的头上，仅仅是因为我们在孩提时代常用的说法的公司版：“但是，妈妈，其他的孩子都有一个。”当薪酬委员会遵循了这样的“逻辑”时，在昨天还是最为过分的事情就成了今天的基准。

薪酬委员会应该采取汉克·格林伯格这位底特律队的重投手，也是在我孩童时代的英雄的态度。汉克的儿子史蒂夫，曾经有一段时间是球员的代理人。在代表一位外场球员与一家主要的联赛俱乐部谈判的时候，史蒂夫向他的父亲试探，想知道他应该提出的签约费是多少。汉克作为一名真正的按绩效拿钱的人物，直截了当地问道：“去年他打到了多高的击球率？”当史蒂夫回答说“0.246”的时候，汉克很快回应道：“那就要一个平均的价格。”

大多数的经理人只是空谈，而不脚踏实地，从而选择使用那些奖励太多但是威慑太少的薪酬体系（而且在对待股权资本的时候，他们几乎是一成不变地把这些资本看成是好像从天上掉下来的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章 学会时间管理

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们两人均坚持几乎每天都将大量可以利用的时间用在思考上。在美国的企业中这是异乎寻常的。我们阅读并思考。沃伦和我两人与大多数在生意场上打拼的人比起来，读得和想得更多，而做得相对较少。我们这样做是因为我们喜欢这样的生活。

——查理·芒格

我从沃伦身上学到的东西多得令人难以置信，其中有些是能够用语言表述的，比如真正遵守你日程表上的时间，尽量重视你的闲暇时间。我最高兴的时候是沃伦从他的日程表里走出来的时候。

——比尔·盖茨

查理·罗斯：沃伦·巴菲特打造了这么一种生活，这种生活使他能够以让他觉得舒服而且在各方面都富有成效的方式做他自己喜欢的事情。我们在他最喜欢的奥马哈一家名为哥拉特（Gorat）的牛排餐馆里吃饭的时候，谈到了他怎样生活的问题。这给了我一种启示。他跟我谈了如何度过自己的一天。

沃伦·巴菲特：一整天，你不会相信我今天的安排。我下楼后，通常是在家里读报。我大约在早上 6 点 45 分起床。

查理·罗斯：是看报纸还是上网？

沃伦·巴菲特：大多数时候是看报纸，但是我会上网去查些东西。

查理·罗斯：你把你喜欢的内容都列出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦 · 巴菲特：是的，我甚至把《查理 · 罗斯秀》[①]也列进来了。我想看看谁会去那里展示自己。真的，我会这样做。所以，我大约在早上6点45分起床，但是我大约在早上9点或者8点进办公室，这主要取决于当天我有什么样的安排，会不会外出。这是我的日程手册，你可以看一看。

查理 · 罗斯：没有安排太多的约会嘛。

沃伦 · 巴菲特：在8点或9点准时上班，我没有那样做。我不希望以那样的方式过日子。

查理 · 罗斯：你在很久以前就作好了决定。

沃伦 · 巴菲特：很久很久以前。当我还是个孩子，还在送报纸的时候，我就作出了这样的决定。我知道我喜欢什么，不喜欢什么。我喜欢送报纸。我不想做IBM或者通用汽车的头儿。

查理 · 罗斯：为什么不？

沃伦 · 巴菲特：你的生活被那些让你根本没有办法进行选择的事情给侵占了。我真的就是不想这样做。

查理 · 罗斯：你可能大约在早上9点45分进办公室。

沃伦 · 巴菲特：我每天读5份报纸。我阅读各种类型的年度报告、杂志、10K表格、10Q表格，[②]所以我得说，我在一天中花了75%~80%的时间在阅读上。我把每天剩余的时间花在打电话上，买入或者卖出股票、外币，但是这些不会占用太多时间。我们不会大规模地买入或卖出，随后，我回家打打桥牌，或者再读些东西。

查理 · 罗斯：你大约在下午5点半至6点回家。

沃伦 · 巴菲特：没有固定下来的时间，我不喜欢被框死。

查理 · 罗斯：那你可能在下午3点回家，或者如果你希望的话，你会在7点回家。

---

① 美国公共广播公司（PBS）的一档颇为有名的脱口秀节目。——编者注

② 10K表格和10Q表格分别为美国证券交易委员会要求上市公司提交的关于其运作情况的年度报表和季度报表。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦 · 巴菲特：正确。

查理 · 罗斯：你也会读更多的东西。

沃伦 · 巴菲特：是的，通常是这样，我也会时不时地打打桥牌。

查理 · 罗斯：在网上吗？

沃伦 · 巴菲特：我愿意每年付 500 万美元，以便能够每周在网上打 12 个小时的桥牌。这对于我来说是值得的。如果我将它与买第二幢房子的成本进行比较，那么 500 万美元对我来说算不了什么。如果我能够将与我在卡梅尔的姐姐，或者随便什么人一起打上 12 个小时桥牌的欢乐与他们分享，并且是轻轻点击鼠标就能做到，那么我愿意付这笔钱。他们没有办法理解，所以我每年支付大约 95 美元。

查理 · 罗斯：所以，主要的娱乐方式是打桥牌和会朋友。

沃伦 · 巴菲特：当然，桥牌和朋友是相互交叉的。这个星期六，我要与比尔上网打牌，我们定的时间在我这边是晚上 10 点，在他那边是晚上 8 点。我们会打上几个小时。他的网名是“Challenger”（挑战者），但是他没把它拼写正确。他把它拼写成“Chalengr”。我留意了一下这个拼写。

查理 · 罗斯：你的网名是什么？

沃伦 · 巴菲特：“T-Bone”（丁骨牛排）。

查理 · 罗斯：你的网名是“丁骨牛排”，他的网名是“挑战者”，你们俩约好上线玩上几个小时。通常都是你赢吗？

沃伦 · 巴菲特：不是，我是想跟你这样说，但是你会去跟他确认，而且你一定会这样做……

工作与私人生活的平衡

沃伦 · 巴菲特的大儿子霍华德最后终于理解了他父亲进行时间管理的过程：“我的父亲没有开过一次割草机……我从来没有看到他割过草，修过枝，也没看到他洗过车。在我记忆中这些通常都是麻烦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事，而且，只有当我长大了并明白了时间的价值后，我才意识到为什么他要按他自己做事的方式来行动。他的时间太珍贵了。”

知名度过高并不是一件好事。正如你所看到的（朝伯克希尔·哈撒韦总部所在的小房子挥挥手），我们没有足够的设施来处理数不胜数的询问。我们收到了所有希望获得投资建议的人的来信。我并不是想斤斤计较，而是真的没有办法在处理好这些问题的同时，又做好我的本职工作。

一名股东有一次问巴菲特怎样安排他的一天。巴菲特说自己大多数时候都在阅读或者打电话。“那是我所做的，查理，你都做些什么？”

“这个（问题）让我想起了我的一位朋友，他在第二次世界大战中在一个无所事事的团队里服役，”查理·芒格回答说，“一位将军有一次去见我朋友的上司，我们称之为格罗兹上尉。将军问：‘格罗兹上尉，你在忙什么？’我朋友的上司说：‘狗屁事都没有。’”

“将军越想越气，转过头来看着我的朋友，并且问：‘那你在做什么呢？’”

“我的朋友说：‘我帮助格罗兹上尉。’这是描述我在伯克希尔所做的事情的最好的方式。”

尽管处于聚光灯下，但巴菲特仍然保持了一种难能可贵的私人生活。所以，不像现代的首席执行官，**他确实提前掩饰好了他的时间安排，喜欢没有任何负担地保留这种生活方式**。当比尔·格雷厄姆（凯瑟琳·格雷厄姆的儿子）问什么时候可以打扰他时，巴菲特回答说：“任何时间来都可以，我没有预先安排日程的习惯。”华盛顿邮报公司的总裁理查德·西蒙斯对巴菲特的那间装饰成祖母绿色的密室备感惊奇。他没有在里面摆放一个电子计算器、一个股票行情接收终端或者是一台电脑。“我就是一台电脑，”他对一名来访者说。西蒙斯说，当巴菲特坐在他的办公室里的时候，“似乎没有什么事情发生，除了比尔·斯科特（巴菲特的交易员）偶尔伸进头来问某笔交易做还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不做。电话也不太多。巴菲特的时间比首席执行官们平均算下来拥有的时间要充裕得多。他的一天真的是轻松愉快地度过的，没有时间限制，而他也可以尽情享受樱桃口味可口可乐。他会坐在红木制成的马蹄形的办公桌旁，苦读几个小时，通过电话（他总是自己接听）以及连接所罗门兄弟公司（简称所罗门）、美邦公司（Smith Barney）和高盛集团的3条专线参与这个世界的投资活动。

嗯，我只是采用了南希 · 里根的策略，我只是说不。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 化解所罗门危机

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特对所罗门问题的驾驭：一个关于违法乱纪和决策失误将所罗门推到破产边缘并带来了巴菲特生命中“最重要的日子”的悲惨离奇的故事。

——卡罗尔·卢米斯

危机的爆发

在1987年，伯克希尔以7亿美元的价格购买了所罗门的可赎回优先股，实际上成为公司最大的股东。

在1990年12月和1991年2月，执行董事保罗·W·莫泽尔，一位34岁的债券交易员，在进行美国国库券交易的时候超出了法律规定的单一机构的交易数量上限，同时还秘密地在未经授权的情况下通过所罗门客户的账户进行交易，并随后将收益转移到所罗门的账目里。

所罗门的董事长（约翰·古特弗罗因德）、总裁（托马斯·施特劳斯）以及公司内部的律师（唐纳德·福尔斯坦）承认他们在4个月前就已经知道这些违规事件，但是没有向所罗门的董事会报告，也没有告诉巴菲特。

这场风暴的中心出现在一个单独的日子——巴菲特称之为“我生命中最重要的日子”。在1991年8月18日这一天，美国财政部先是发布了禁止所罗门参与任何政府债券投标工作的禁令，随后，在巴菲特的努力下，它又取消了禁令。在颁布和取消禁令之间惊心动魄的4个小时中，巴菲特满怀激情地为避免他眼见着即将上演的一场悲剧而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战斗。在巴菲特看来，这项禁令将肯定会把所罗门，这家价值90亿美元的公司，置于申请破产保护的危险之中。而更为重要的是，他在那天相信，而且到今天他也仍然这样认为，所罗门的倒闭将会从根本上动摇全世界的金融体系。

下面就是一篇有关巴菲特怎样将所罗门从破产的边缘拯救回来，并重振监管者、股东和雇员信心的报道的内容。

悔悟

"古特弗罗因德就莫泽尔事件表现出来的沉默是'无法解释也不可原谅的'。"

"我们做错了。我们将会说明我们是怎么错的。我们已经在笔录上面签了字。"

"我愿意通过为那些把我们带到这里来的行为道歉来开始我们的汇报。国家有权要求每个人服从它的法律和法规。在所罗门，某些法规被打破了。"

"我希望广大的员工问问他们自己，他们是否希望自己蓄谋实施的行为被公布在第二天当地报纸的头版上，被他们的配偶、孩子和朋友看到……如果他们能够通过这个测试，他们就不需要害怕我要向他们透露的其他信息：造成公司亏钱，我可以原谅；造成公司名声丝毫的损伤，别怪我无情。"

全面披露

"查理坚持要他们揭露全部的真相。我不知道会发生什么。"

"我们会在我们得到任何消息的第一时间毫无保留地向他们报告所有的情况。最后，他们决定不起诉。我们建立起了信心，让大家相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信新的领导人能够将这里清理干净，相信他们并非坏透了，也没有陷入问题之中而无法自拔。”

“要是有人没有提供你们需要的资料，请随时给我们打电话。在20分钟之内，就将有新派来的人处理这件事。”

在1991年9月4日，巴菲特向国会能源与商业委员会的一个分会提交了关于所罗门内部自查情况的52页的报告。

第二份工作

在1989年，当我——一位每天消费5听樱桃品味可口可乐的快乐的消费者，宣布我们购买了价值10亿美元的可口可乐公司股票的时候，我将这个举动描绘成将我们的钱投到我的嘴伸到的地方的一个极端例子。在去年的8月18日，当我被选为所罗门兄弟公司的临时董事长的时候，另外一个不同的故事则上演了：我将我的嘴伸到了我们的钱投到的地方。

你们都已经知道了所有的那些导致我的任命的事件。我在作出接受这个工作的决定的同时表达了一个明确而且重要的信息：伯克希尔负责营运的经理人都相当杰出，我知道我实际上可以减少我花在公司事务上的时间，而且仍然能充分相信，它的经济状况不会受到任何的干扰。布朗金家族、弗里德曼家族、迈克 · 戈德堡、赫尔德曼家族、查克 · 哈金斯、斯坦 · 利普西、拉尔夫 · 舒伊以及弗兰克 · 鲁尼（我们最近并购的H · H · 布朗公司的首席执行官，这个公司的情况我稍后会介绍）全部都是他们自己所在的业务领域里的大师，根本不需要来自我的帮助。我的工作只是正确地对待他们，并且分配好他们所创造出来的资本。这两种功能都不会因为我在所罗门的工作而受到影响。

我和查理在我们的那些营运部门所取得的成功中扮演的角色，可以用一个关于迈阿密大学校队的前四分卫乔治 · 米拉和他的教练安迪 · 古斯塔夫森的故事来说明。在与佛罗里达大学进行的一场球赛中，快接近球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门线的时候，米拉准备回传球。他瞥见了一名无人盯防的接球队员，但是发现后者的右肩肯定会被佛罗里达大学的防守队员抵住。用右手传球的米拉因此将球换到了他的另一只手上，并且扔出了他平生唯一的一次左手传球——得到了一个触地得分。当场上欢声雷动的时候，古斯塔夫森冷静地转向一名记者，并且宣布："现在的情况就是我所称的技术指导的情形。"

由于我们的营运单位里这些管理明星的存在，如果查理或者我偶尔离开一段时间，伯克希尔的业绩也不会受到任何的影响。然而，你应该注意我在所罗门所担任职务里的"临时"一词。伯克希尔是我的最爱，而且这种热爱永远也不会衰退：去年在哈佛商学院，有位学生问我打算到什么时候退休，我回答说，"大约在我死后 5~10 年内"。

行动计划

更换领导班子

莫泽尔被解雇了。古特弗罗因德和施特劳斯辞职。

在 8 月 18 日，巴菲特被选为临时的不领薪水的董事长。

巴菲特任命德里克 · 莫恩出任首席运营官。

巴菲特要求唐纳德 · 福尔斯坦请辞，并让帮助自己处理伯克希尔事务长达 15 年的律师罗伯特 · 德纳姆取代他。德纳姆被任命为所罗门的董事长。

致所罗门股东的信及报告

所罗门兄弟公司的股东：

在这份报告里，我不仅想告诉你们所罗门兄弟公司在第三季度的经营情况，而且也想将我对公司应该向何处去这个问题的思考告诉大家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从我们所发布的声明以及报纸上的新闻报道中，你们已经知晓了导致我在8月18日出任所罗门临时董事长的那些事情。从那时起，我们就一直致力于调查所罗门兄弟公司过去在政府债券市场，以及其他市场领域的所作所为。到目前为止，我们得到的结论是：少数的所罗门雇员的行为非常过分，这个事实将证明你们作为股东将要付出昂贵的代价——但是这种失职和判断失误仅限于那几例。简而言之，我们遭遇了非常严重的问题，但是这些问题并不是普遍性的。

控制与合规

自从8月18日以来，我们已经在所罗门兄弟公司里建立了规则和程序，我们认为，我们的证券部门为这个行业建立了标准。另外，我们已经以新的方式开始监测所罗门兄弟公司所出现的问题——举个例子说，我们建立了董事会的合规审查委员会，而且希望在这个领域也成为行业的领导者。尽管如此，建立一种鼓励效仿榜样行为的氛围或许比制定规则更为重要，当然这些规则还是必需的。在我的临时董事长任期内，我将把自己看成是公司的首席合规检察官，而且我已经要求所罗门所有的9 000名员工帮助我共同推进这项工作。我也敦促他们通过一个超越了规则的测试来指引自己的行动：在设计任何的业务行动的时候，一名雇员应该问问自己，是否愿意看到这项工作马上被一名消息灵通而且极具批评精神的记者发布在当地报纸的头版上，并且被他的妻子、孩子和朋友们看到。在所罗门，我们只是希望我们的工作中的任何部分都不存在虽然能够通过法律的审查，但是却会让作为公民的我们觉得难为情的情况。

营运结果

常规的业务在第三季度产生了非常可观的利润，最主要的原因是固定收益市场出现的异乎寻常的有利趋势。然而，我需要给你们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发出警告，两项关键性的调整会影响最终的结果，一项是产生负面影响，一项是产生正面影响。

首先，我们建立了一个2亿美元的税前合法储备，主要是用于潜在的结算、判决、处罚、罚款、诉讼支出以及其他相关的成本。其次，我们所记录下来的用于所罗门兄弟公司的补偿费用大约是1.1亿美元，少于我们曾经认为的正常情况下应该产生的费用金额。因为某些法务成本可能无法得到税收减免，所以这两个非同寻常的项目适用的税率不一。这样一来，其合并后的结果是从净收入中减掉大约7 500万美元。

法务成本

我将对这些不寻常的项目逐一详细说明，首先从法务成本开始。现在没有谁能够有一点把握，去预估所罗门过去的违规操作和判断失误最终将会给公司造成多高的直接成本。（也存在非常重要的间接成本，例如业务损失和增加的融资成本；但是，正如我在下文中将会详细说明的，还可能会有额外的间接利益，或许会很大。）然而，无论这些成本是什么，我们大规模的股权基础——40亿美元在理论上都能够确保不会受到太大的损害。

我们会快速承担任何的处罚或者支付罚金，而且我们也将尽量快捷地处理有效的合法索赔。然而，在有必要的情况下，我们也将针对无效的或者过分的索赔提出法律仲裁的要求，这种情况也不会少。也就是说，我们将对过去的行为作出修正，但是我们也不会任人宰割。

会计规则要求我们与我们的审计师和律师重新审视我们的储备规模。这个工作我们已经做了，而且基于我们目前能够掌握的有限信息，他们同意我们目前的预估。随着消息和事件逐渐变得明朗，我们将会对储备金额作出向上或者向下的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

薪 酬

你们大多数人已经读到了关于所罗门兄弟公司的薪酬水平很高的文章。你们中有的人应该也读到了我在伯克希尔·哈撒韦年度报告中有关激励性的薪酬的阐述。在这些报告中，我曾经说过，我相信合理的激励性薪酬计划是奖励经理人最好的方式，而且我也信奉真正非同寻常的报酬应该被赋予非同寻常的管理成就的理念。我仍然信奉那些理念。但是所罗门兄弟公司的问题是，其薪酬计划在某些关键方面一直是非理性的。

其中的一个非理性的表现就是总体薪酬水平相对于总体业绩来说显得太高。比如，去年证券部门赚取了大约10%的石油股权资本收益，远不及美国企业的平均收益，然而，106名为这个部门工作的员工赚得100万美元，甚至更多。这些人中很多人做得非常出色，而且显然应该享有他们的收益。但是总体的结果却不尽如人意：尽管在1990年支薪前的营业利润与1989年相比持平，但是薪资却增加了1.2亿美元以上。而这当然也就意味着股东收益下降了那么多。

在所罗门兄弟公司的业务中，杠杆率与收益波动合并在一起，因此保证适用于经理人个人的财务等式与适用于普通股东的财务等式类似是特别有必要的，而且也很合理。我们希望看到部门的经理人通过所有权变得富有，而不是通过简单地免费驾驭别人的所有权来变得富有，事实上，我认为所有权能够及时地给我们最好的经理人带来巨额的财富，有可能其金额要远超过他们现在能够想象得到的数字。

为了避免稀释，高管津贴计划（EPP）的受托人在市场上为这个计划购买股票，而且在未来的某个时点上，公司自己也会选择进行股票回购来减少股票流通量。在相对而言很短的几年内，所罗门兄弟公司的关键员工能够拥有25%或者更多的用他们自己的津贴购买的公司股份。每个员工的工作表现越是出色，他或者她就将拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多的股票。

我们按贡献付酬的理念，毫无疑问会导致某些经理人的离开。但是，很重要的一点是，同样的理念也会吸引那些业绩很好的人留下来，因为这些人能够使自己成为击球率达到0.350的击球手，能够获得合理的收益，而不是只能看着他们理应获得的奖励有一部分被分给了那些业绩稍差的员工。事实上，我们很高兴地宣布，我们最好的经理人中的某些人已经要求对高管津贴计划进行修改，允许他们尽可能地增加他们的收益中可以通过该计划用于投资的份额。

只要离开公司的人员数量不出现异常，这个结果就不应该被说成是坏的。其他与我们具有同样的理念和价值观的男男女女就会被赋予额外的责任和得到额外的机会。最后，我们必须让人们遵守我们的纪律，而不是反过来。

我们的目标就将是J·P·摩根在几十年前提出过的那个目标，他说他希望看到他的银行交易是“以一流的方式开展一流的业务”。我们将根据这样一个标准来对自己进行判断，不仅是在我们从事的业务上，而且也是在我们拒绝了的业务上。而现在的情况是，在所有的大型组织中，都会存在所罗门式的错误，甚至是失败，但是在我们的能力范围内，我们将很快认清我们的错误，而且同样快速地改正这些错误。

自从我履职以来，我作出过的最好的决策是任命德里克·莫恩出任所罗门兄弟公司的首席运营官。他和菲布罗（Phibro）①的管理层一起与我携手，立志将所罗门兄弟公司打造成一个为客户、员工和所有者生产出最优成果的企业。

临时董事长：沃伦·巴菲特

① 当时所罗门的大宗商品交易部门。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所罗门的中场

去年6月，我在出任所罗门兄弟公司临时董事长10个月后从这个职位上退了下来。你们可以从伯克希尔1991~1992年的经营成果中看出来，这个公司并没有在我离开之后想我。但是，反过来说并不成立：我想念伯克希尔，而且很高兴回来做我的全职工作。我在世界上再也找不出比管理伯克希尔公司更让我觉得有趣的工作了，而且我一直认为，我能够在这里是我的荣幸。

在所罗门的职位尽管毫无乐趣可言，但是是有意义的，而且也是有价值的：在去年9月进行的《财富》年度最受尊敬的美国公司调查中，所罗门兄弟公司的声誉有所提高，在311家公司中排名第二 。另外，所罗门兄弟公司的证券分支机构在去年报告的税前收益比之前的历史最高水平高出34%。

在所罗门问题的解决及公司的重整过程中，有很多人给我提供了帮助，而且我对其中一些人显然应该特别提名以表示感谢。毫不夸张地说，要是没有所罗门高管德里克·莫恩、鲍勃·德纳姆、唐·霍华德以及约翰·麦克法兰的共同努力，这个公司很有可能将不保。在工作中，这些人都不知疲倦、非常高效、互相支持而且大公无私，我将永远对他们心存感激之情。

所罗门的政府事务首席律师，来自芒格·托尔斯·奥尔森事务所的罗恩·奥尔森，也是我们能够成功走出这个困境的关键。公司的问题不仅是严重的，而且还很复杂。至少有5个政府机构和监管者——美国证券交易委员会、纽约联邦储备银行、财政部、负责纽约南区的美国联邦检察官以及司法部反托拉斯局，对所罗门事件给予了极大的关注。如果我们想以一种快捷的协同方式解决我们的问题，我们就需要一位杰出的精通法律、商业以及善于处理人际关系的律师。罗恩就具备了所有的这些条件。

与此同时，我们的两家拖后腿的企业发生了巨大的变化。通过一项最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终给了长期遭遇亏损的股东回报的交易，所罗门最近被并入了旅行者集团(Travelers Group)。伯克希尔所有的股东，包括我这样的个人股东在内，都欠了德里克·莫恩和鲍勃·德纳姆巨额债务：首先，他们在1991年的所罗门丑闻之后为从死亡的边缘把所罗门拯救回来扮演了关键的角色；其次，他们重整了公司，使其活力达到了能够吸引旅行者集团并购的程度。我过去常常这样说，我希望与我喜欢、信任并敬重的管理人员共事。我再也找不出比德里克和鲍勃更符合这个描述的另外两人了。

伯克希尔投资所罗门的最终成果有一段时间无法被计入账目，但是我可以很负责任地说，这些结果比我两年前的预期要好。看看过去，我把我在所罗门的经历看成是既有趣又有益的，尽管在1991~1992年间的这段时间，我的感觉就像一位戏剧评论家所写的："我本来应该很享受这幕戏剧，但唯一的遗憾是我的座位非常糟糕。它正对着舞台。"

查理总结的教训

"聪明、努力的人并不能从过分自负导致的专业性灾难中幸免。通常，他们就是在按照自认拥有的超级天才和方法所选择的更为困难的航程中搁浅。"

"到最后，所罗门在其他类似的情况下所采取的行动表明，人们会足够聪明，意识到这就是我们想要的反应——迅速作出决定，就算它意味着罢免一些无辜的人也在所不惜。"

"面对你的大麻烦。不要把它们藏在地毯下面。"

"沃伦和我将永不停息地批判投资银行文化中的某些方面。要想让人们身处一个到处都是乌烟瘴气的环境里，连偶尔的悔过行动都没有，会是一件很困难的事情。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特总结的教训

不愿意马上面对坏消息，这种态度将所罗门的问题从一个本可以轻松解决的问题变成几乎造成一家拥有 8 000 名员工的企业倒闭的灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章 ■ 管理原则与实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每天，我们的每一个企业的竞争地位都会以数不胜数的方式变得更弱或者更强。如果我们能够让我们的客户满意、削减不必要的成本并改进我们的产品和服务，我们就会赢得优势……单看每天的情况，我们的行动的效果并不明显；然而，累积起来，它们的成果就是巨大的。

……伯克希尔的所有权可以让最好的经理人变得更为高效。首先，我们省去所有繁文缛节以及非生产性的活动，这些活动在通常的情况下与首席执行官的工作密不可分。我们的经理人完全控制着他们自己的日程表。其次，我们给每个人分配简单的任务——就按下面的条件管理你的业务：(1) 你拥有它100%的权益；(2) 这是你和你的家族拥有或者即将拥有的唯一资产；(3) 你在至少一个世纪的时间里不能出售或者兼并。

我们将产品的质量看成是神圣的。

——沃伦 · 巴菲特

关注长期经济目标

无论在好年景还是坏年景，查理和我都简单地关注四个目标：

(1) 维持伯克希尔的“直布罗陀式”的金融地位，其特点是大量的过剩流动性、合理的近期债务，以及无数的收入及现金来源。

(2) 加宽那些提供了长期竞争优势的运营业务周边的“防护壕沟”。

(3) 获取并开发各种不同的新的收入来源。

(4) 扩大并培养多年以来给伯克希尔贡献了优异成果的杰出的经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骨干队伍。

衡量管理的经济绩效

对管理的经济绩效的首要测试是看管理者使用股权资本实现的高收益率（在没有不适当的杠杆以及在会计方法上做的手脚等的情况下），而不是其在每股收益中实现的持续盈利。我们认为，如果管理层的金融分析师能够将他们在每股收益中关注的重点转移到那些数据的年度变化上，很多业务情况就能够得到股东以及公众的更好的理解。

当资本收益率比较平庸时，那种通过增加更多的资本来提高收益的做法就不是伟大的管理成果。你个人也可以坐在你的摇椅上得到同样的成果。你只需将投入你的储蓄账户的资本增至 4 倍，就可以让你的收益也增至 4 倍。你几乎不会期望因为这个成绩获得赞扬。然而，首席执行官们通常会在退休声明中对自己歌功颂德，比如说，在任期间将他们不知名的公司的收入增至 4 倍——没有人仔细看看这些收入是否简单地来自于多年的留存收益，以及复利计算的结果。

如果这家不知名的公司在首席执行官的整个任期内持续取得了较高的资本收益率，或者如果他在任期间所使用的资本只是增加了一倍，那么对他的赞扬是理所应当的。但是如果资本收益率缺乏亮点，而且他所使用的资本与收益是同步增长的，那么掌声就应该消失了。我们在储蓄账户内用利息进行再投资，也可以达到同样的年复一年的收益增长——而且，只需要 8%的利息，我们在 18 年内就能够达到年收益增至 4 倍的目标。

这个简单数学公式的力量通常被那些损害股东利益的公司所忽略。很多公司的薪酬计划用全部或者大部分靠留存收益，也就是从所有者手里剥夺来的收益产生的盈利增长来慷慨地奖励那些经理人。比如说，他们被授予 10 年期固定价格的股票期权是很平常的，这种情况通常出现在那些红利只占收益很小百分比的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找卓越的企业

让我们看一下，什么类型的业务会让我们感兴趣。而且当我们讲这些的时候，让我们也讨论一下我们希望避开的是什么。

查理和我寻找具备这些条件的公司：(1) 我们能够理解的业务；(2) 有利的长期经济基本面；(3) 有能力而且值得信赖的管理团队；(4) 合理的标价。我们喜欢整体购买，或者，如果管理层是我们的合作伙伴，那么我们至少购买80%的股份。当然，当无法实现在并购中获得控股权的时候，我们也会很高兴地通过股票市场购买一些大企业的很小份额的股票。在“希望之星”(Hope Diamond)[①]上拥有一部分权益要好于拥有一整颗人造钻石。

一项真正伟大的业务，必须拥有一个持久的保护投入资本获得良好收益的“壕沟”。资本主义的活力明确宣告了竞争者将反复攻击能够获得高收益的业务“城堡”。因此，一个难以打破的壁垒，比如公司是一个低成本生产者（如GEICO、好市多）或者拥有世界范围内的强势品牌（可口可乐、吉列、美国运通），对于持续的成功来说是基础性的条件。在商业的历史上到处都是“罗马焰火筒”，也就是那些壕沟被证实并不牢靠而且很快就会被越过的公司。

但是，如果一家公司需要一位超级明星来创造伟大的成果，那么公司本身不能被看做是伟大的。一个由你所在地最好的脑外科医生领衔的医疗合伙公司可能会享有超常规的收益增长，但是这对于其未来的成长来说没有任何的意义。当这名医生离开的时候，这个合伙公司的壕沟就被填平了。然而，你可以信赖梅约医学中心（Mayo Clinic）的可持续性，尽管你不能够任命它的首席执行官。

现在，让我们来谈谈企业可恶的方面。**最差劲的是那类快速增长，需**

① 目前世界上最大的天然钻石，现存美国。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要大量的资本来保持增长，而收益很少甚至没有分文收益的企业。想一想航空公司。这个领域里的“长期”竞争优势，自从莱特兄弟时代开始就被证明是很难把握的。事实上，如果一名有远见的资本家曾经出现在基蒂霍克[①]，那么为了帮助他的继承人，他就应该把奥维尔·莱特打下来。

总之，考虑一下这三种类型的“储蓄账户”。堪称伟大的那个账户支付的是会随着时间的推移而增长的超乎寻常的高利率。还算不错的那个账户支付有吸引力的利率，而且如果你增加储蓄额，那么你也能够得到同样的收益增长。最后，可恶的账户不仅提供过低的利率，而且还要求你在那些令人失望的回报的基础上不断加大投入。

资本成本

当然，你在实践中所发现的，也就是大多数首席执行官所采用的测试，是资本成本大约比首席执行官在他想做的任何交易上所承诺的回报低1/400。这一点很简单。

当我们考虑选择资本的时候，我们会有三个问题——先不考虑我们是否想要借钱，通常情况下我们不想这样做。首先，“将收益支付给股东是不是比将其留在公司内部更有意义？”这个问题所引发的另一个问题是：“如果我们要支付收益，那我们是通过回购还是通过红利的形式支付更为有利？”对我们是否应该以红利的形式支付收益，我们要作的测试是：“通过留存收益而不是支付收益，我们能否创造出盈利？”

而你从来都不知道最后这个问题的答案。但是，迄今为止，根据我们的经营成果进行判断，答案应该是“是的，我们能够”。而我们认为，我们很有把握说我们能。但是那只是我们单方面的希望。它在很大程度上通过我们的过去的业绩得到了证实，但是还不能算是确定无疑的事情。

---

① 莱特兄弟进行试飞的地方。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦我们打破了这个瓶颈，那么我们就该问问我们自己："我们应该回购股票吗？"这一点显而易见。如果你能够以远低于按照保守计算得出的内在价值的价格购买自己的股票，而且你能够买到合理的数量，那么这就是对资本的合理使用。

所以，一旦我们打破了这个瓶颈，明确知道我们能够利用好这些资本，用留存下来的每1美元产生高于1美元的现值，那么剩下的问题就是发现我们能够作出的最聪明的选择了。而我们所进行的每一次交易的代价，是通过在某一时间第二好的交易来衡量的——包括我们本可以在我们已经进入的领域之外做的更多的事情。

而且，我曾经听到过各种类型的公司董事会对资本成本以及其他问题所进行的讨论。但是我从来没有从中发现过什么很有意义的东西——除了那些商学院教授的理论以及咨询师所谈到的内容以外。而大多数董事会成员会在不知所云的情况下不停地点头。这就是我们与资本成本接触的历史。

资本配置

一旦一些人成为首席执行官，他们就要面对新的责任。他们现在必须作出资本配置方面的决策，这是一项他们以前从未涉足而且不太容易被掌握的关键性工作。为了进一步说明这一点，我们可以说这就像是一名很有天分的音乐家最后不是在卡耐基音乐厅演奏，而是被提名为美联储主席一样。

很多首席执行官在资本配置方面缺乏技巧，这不能算是一个小问题。在任职10年之后，如果一名首席执行官管理的企业每年留存的收益等于资本净值的10%，那么他将有责任对企业内所有正在运作的资本的60%还多的部分进行配置。

认识到自己在资本配置技巧方面的不足的首席执行官（并不是全部）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常会通过转而向他们的同事、管理顾问或者投资银行家请教来弥补。查理和我经常观察这些“帮助”所产生的后果。总体上，**我们觉得他们更倾向于强调资本配置问题，而不是马上解决这个问题。**

最终，大量不明智的资本配置决策出现在美国的公司里。（这就是为什么你会听到这么多的关于“重组”的说法。）然而，伯克希尔是幸运的。在我们主要的那几家非控股公司中，资本总体上一直都得到了很好的配置，甚至在某些情况下，可以说是得到了相当出色的配置。

长此以往，公司的经理人的资本配置技巧对企业的价值有着巨大的影响。几乎是相当明显，一个真正优秀的公司产生的现金（至少是在早期的那几年之后）远远超过它的内部能够用掉的。公司当然可以通过发放红利或者回购股票的方式将这些钱分配给股东。但是，首席执行官通常会请教负责战略规划的同事、咨询专家或者投资银行家，看看进行一两次并购是否会更有意义。这就像你问负责为你进行室内装修的人，你是否需要一块5万美元的地毯一样。

理解内在价值对于经理人和投资者来说具有同等重要的意义。当经理人在作出资本配置决策，包括回购股票的决策的时候，关键的问题是他们要以增加每股内在价值的方式行动，而且还要避免会降低每股内在价值的任何做法。这项原则看起来似乎是显而易见，但是我们一直以来都看到了违反这项原则的情况发生。而且，当错误配置的情况出现的时候，股东们就被伤害了。

红利政策

通常，公司会向股东报告红利政策，但是很少会进行解释。公司往往会这样说：“我们的目标是分配40%~50%的收益，并且按照至少与CPI（消费价格指数）同步的比例增加红利。”仅此而已——没有任何的分析来说明为什么这个政策对于这个公司的所有者来说是最好的。然而，资本的配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

置对于企业和投资管理来说是非常关键的一点。正因如此，我们相信经理人和所有者应该认真考虑，收益在什么样的情况下应该留存，而在什么样的情况下应该被分配给股东。

我们需要理解的第一点是，所有的收益并不是在完全相同的条件下产生的。在很多公司里，特别是在那些具有高利润率的公司里，通货膨胀使得某些或者全部的报告收益是虚假的。如果公司打算维持其经济地位，这些虚假收益（让我们称其为“受限收益”）就不可能被当做红利进行分配。因为要是这些收益被分配掉，公司就会在下列的一个或者多个方面丧失基础：维持其单位销售规模的能力、长期竞争地位、财务实力。无论其发放的红利比率有多么保守，一家持续分配受限收益的公司注定要淡出人们的视野，除非股权资本以其他方式得到了补充。

受限收益对于企业的所有者来说很少会毫无价值，但是它们通常都必须打很大的折扣。在现实中，它们会被公司征用，无论其经济潜力多么贫乏。这种无论收益多么没有吸引力都要留存的情况，在 10 年前被联合爱迪生公司（Consolidated Edison）以一种很具有讽刺意味的方式不经意地表现了出来。在那个时候，一项惩罚性的监管政策是造成公司按照相当于其账面价值 1/4 的低价格卖出公司股票的主要因素。也就是说，每次留存的 1 美元收益在公司内被用于再投资，那 1 美元就变成了按市价只值 25 美分。尽管这是种金变铅的做法，但是，大多数收益被再次投到公司里，而不是分给所有者。与此同时，在整个纽约的建筑和维修工地上，大标语牌骄傲地宣传着公司的口号：“Dig We Must”（“我们必须挖掘”）。

在这次关于红利政策的讨论中，我们不需要对受限收益进行更加深入的理解。让我们转到更有价值的非限制收益上。这些收益被留存或者分配的可行性可以是完全对等的。我们的意见是，管理层应该选择那种对于公司所有者而言更加有意义的方式。

这个原则并没有得到广泛的接受。出于很多的理由，经理人喜欢截留股东的那些已经可以分配的非限制收益——去扩张经理人管理的企业帝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国，获得一个异乎寻常的金融地位，以便轻松地进行营运，等等。但是我们相信，留存只有一个合理的理由。非限制收益只有在这样的情况下才能留存：公司有一个合理的预期，这一预期获得历史经验提供的有利支持，或者在合适的时候，获得对未来进行的经过推敲的分析的支持，认为公司用留存的每 1 美元，至少能够为所有者创造 1 美元的市值。这种情况只有在留存资本产生的收益增长等于或者高于投资人在一般情况下能够获得的收益增长时才会出现。

在判断经理人是否应该留存收益时，股东应该不是简单地比较最近几年总的收益增长与资本增长，因为这中间的关系可能会因为核心业务中出现的问题而失真。在通货膨胀期间，拥有以特别的经济基本面为特征的核心业务的公司可以在该业务中用新增的很小金额的资本获得非常高的收益率（就像我们去年所讨论的好运公司的情况一样）。但是，除非它们正在经历大幅的单位增长，否则杰出的公司从理论上来说会产生大量的剩余现金。如果公司让这些钱中的大部分沉没到其他收益率很低的业务里，公司的留存资本的总收益仍然可能因为将资本投入核心业务里所获得的收益增长的贡献而表现得非常出色。这种情况类似于职业选手与业余选手配对的高尔夫球比赛：无论业余选手的成绩有多么糟糕，这个小组的最好杆数也会是令人肃然起敬的，因为起主要作用的是职业选手的技术。

很多一直在股权和总的新增资本上获得不错收益的公司对它们的留存收益的配置事实上是没有经济吸引力的，甚至是灾难性的。然而，它们优异的核心业务的收益年复一年地增长，掩盖了将资本配置到其他方面招致的反复失败（通常牵涉到以高价并购本身的经济基本面状况比较平庸的业务）。犯错的经理人偶尔会报告他们从最近的失意中总结的经验。他们随后又总是在寻求未来的教训。（对失败的在意似乎已经占据了他们的大脑。）

在这样的情况下，如果收益的留存只是为了扩张高回报的业务，而余下部分以红利形式被分配，或者被用于回购股票（这种做法增加了所有者在优秀业务中的权益，同时又使他们不受垃圾业务的困扰）的话，股东应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该更喜欢。那些一直可以掌握很多来自于其他回报较低业务的现金的负责高回报业务的经理人们，必须对那些配置决策负起全面的责任来，无论企业整体的盈利性有多好。

特权、业务与壕沟

一项产品或者服务在具备下列条件时，就产生了经济特权：（1）需求或者渴求；（2）被客户认为没有相似的替代品；（3）不受价格的影响。如果满足了上面全部的三个条件，这就说明一个公司有能力为其产品和服务制定出很高的价格，进而赚取较高的资本收益率。另外，特权能够容许错误的管理。不称职的经理人会减少一项特权带来的盈利，但是他们不会招致致命的损害。

相反，“一个企业”只有在它是低成本运营者或者其产品或服务紧缺的情况下才能够获得异常的利润。供应方面的紧缺通常不会持续太久。通过高超的管理，一家公司可以将其低成本运营者的地位保持很长的时间，但是尽管如此，它还是会一直面对竞争对手攻击的可能性。而且一个企业不像一项特权，会被错误的管理扼杀。

然而，经验表明，**最好的回报通常来自于那些今天所做的事情与在 5 年或者 10 年前所做的非常类似的企业**。这不是在为那些自鸣得意的管理层开脱。从业务的角度说，企业总是会有机会改进服务、产品线、生产技术以及诸如此类的问题，而且，显而易见的一点是，企业必须要抓住这样的机会。但是，一个永远面临巨大改变的企业，同时也可能造成很多重大错误。另外，永远处于激烈交锋中的经济阵地，总是位于很难建立起堡垒似的业务特权的地方。而这种类型的特权通常是持续获得高回报的关键。

每天，我们的每一个企业的竞争地位都会以数不胜数的方式变得更弱或者更强。如果我们能够让我们的客户满意、削减不必要的成本并改进我们的产品和服务，我们就会赢得优势。但是，如果以麻木不仁的态度对待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户，或者容忍无休止的扩张，我们的业务就会萎缩。单看每天的情况，我们的行动的效果并不明显；然而，累积起来，它们的成果就是巨大的。

当我们的长期竞争地位因为这些并非显而易见的行动的结果得以改进的时候，我们就将这种现象描述为“拓宽壕沟”。如果我们想让这种业务从现在开始持续 10 年或者 20 年，那么采取这样的做法是一项基础性的工作。当然，我们总是希望能够在短期内赚到更多的钱。但是，当短期和长期的利益出现冲突时，拓宽壕沟的行动必须是我们优先考虑的。如果某个公司的管理层为了达到短期利润目标作出了糟糕的决策，而且因而使公司在成本、客户满意度以及品牌优势上处于一个非常不利的地位，那么即便是它随后创造了再大的辉煌，也无法弥补它曾经遭受的损害。看一看今天在汽车和航空行业的那些经理人所面临的困境，他们正在为传承自他们的先辈的那些大问题进行殊死的抗争。查理很喜欢引用本杰明·富兰克林经常说的“一盎司的预防等值于一磅的治疗”的名言。但是，有些时候，没有任何的治疗方案能够挽回过去的错误。

我们的经理人关注拓宽壕沟的问题——而且精于此道。十分简单，他们对他们的企业充满热情。通常的情况是，他们在我们到来之前的很长时间里就一直这样干，因而我们唯一的作用，就只是不要挡了他们的道。如果你们在年度大会上见到了这些英雄——也包括我们的 4 位女英雄，那你们一定要真心实意地谢谢他们为你们所做的这一切。

并购策略

我们许多人都阅读过公主亲吻青蛙的童话故事。过去，我曾经观察到，很多对并购乐此不疲的经理人显然是受到了他们儿时阅读的这个故事的迷惑。心里想着成功的奇迹，他们为获得“亲吻”企业青蛙的权利付出了不菲的代价，期待着神奇变形的出现。起初，令人失望的结果只会增强他们去围捕新青蛙的欲望。（桑媞亚娜说：“盲目主义包括当你已经忘掉了你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标的时候，你还会再次加倍努力。”）最终，就算是最乐观的经理人也必须面对现实。站在齐膝深的反应冷淡的青蛙堆里，他随后宣布了一个巨额的“重组”费用。在这个相当于第一个吃螃蟹的公司开展的探索计划里，首席执行官得到了教训，但是，是股东支付的学费。

在我当经理人的早期，我也和几只“青蛙”约会过。这些约会对象的要价都很低，而我从来就不是一个好酒色的人，但是我面临的结果与那些追求高价青蛙的人也没有什么两样。我“吻”了他们，而且它们都呱呱地叫了。

经过几次这种类型的失败后，我最终记起了我曾经从一个职业高尔夫球运动员那里得到的一些有用的忠告（像所有与我的职业生涯有关的职业选手一样，他希望匿名）。他说：“并不是熟能生巧，经常练习只会让你完蛋。”自此以后，我调整了我的策略，**尽量以合理的价格购买优秀的企业，而不是以可观的价格购买平庸的企业。**

另一方面，我们常常会接触到那些距离我们的测试标准很远的并购：其涉及新的企业、进行业务转型的公司、类似拍卖的出售以及（在经纪人之间）永远盛行的“我肯定，如果你们能够相互了解，你们一定会做出点什么”这样的说法。这些对我们来说连丝毫的吸引力都没有。

查理和我常常会接触到那些距离我们的测试标准很远的并购：我们发现，如果你登广告说想买一条长毛牧羊犬，很多人会给你打电话，希望卖给你一条英国小猎犬。一首乡村歌曲中的歌词充分表达了我们对新公司、进行业务转型的公司以及类似于拍卖的出售的感觉：“每当电话铃不响的时候，你就知道电话那头是我。”

在几年前接受《时代周刊》采访的时候，彼得·德鲁克鞭辟入里地指出：“我要告诉你一个秘密：做交易胜过了工作。做交易是激动人心而且非常有趣的，而工作是令人生厌的。管理某项业务从根本上说是从事大量琐碎细致的工作，做交易却让人感觉很烂漫，很有魅力。这就是为什么你会做很多没有什么意义的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，我们完成了两项我们在 1999 年通过谈判达成协议的重要并购，而且启动了另外的六项。这些并购总共花了我们 80 亿美元，这个金额中的 97% 以现金支付，而剩下的 3%以股票支付。我们并购的 8 家企业的销售额合计大约为 130 亿美元，它们总共雇用了 58 000 名员工。在这些并购中我们仍然没有发生债务，而且我们的股票流通量只增加了 1/300。更为可喜的是，我们仍然持有大量的流动性资产，而且既急迫地希望进行更大规模的并购，又为之作了充分准备。

我会在本报告的下一部分详细介绍我们的并购。但是我现在将会告诉你们，我们将通过进入这些尖端的产业，比如砖、地毯、绝缘材料以及涂料制造业，来拥抱 21 世纪。请尽量控制你们的激动心情。

我从我自己的经验以及对其他很多企业的观察中得出的结论是，一份好的管理记录（通过经济回报进行衡量）与其说是关于你们怎么更有效地驾驶的指南，还不如说是你们选择登上什么样的商业之船的依据（尽管智慧和努力在所有企业中当然提供了很大的帮助，无论是在好企业中还是在不怎么样的企业中）。在几年之前，我写道："当一个拥有辉煌名声的管理团队与一个拥有经济基本面很差这样的名声的管理团队进行业务上的交锋的时候，能够完好无损的是企业的名声。"迄今为止，我们对于这个问题的观点没有变化。如果你发现自己身处一艘漏水已经很久的破船上的话，投入换船的精力似乎应该比投入补船的精力更有价值。

2005 年 11 月 12 日，一篇发表在《华尔街日报》上的文章谈到了伯克希尔非同寻常的并购和管理实践。作者皮特在文章里宣称："出售我的公司比更新我的驾驶执照更容易。"

在纽约，卡西 · 巴伦 · 塔姆拉兹看到了这篇文章，这触动了她的心弦。11 月 21 日，她给我发了一封信，信是这样开头的："作为商业在线的总裁，我希望向您介绍我的公司，因为我相信它符合最近《华尔街日报》上一篇文章所详述的伯克希尔下属企业需要满足的条件。"

在读完卡西写满两页纸的信件的那个时刻，我感觉商业在线和伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔真是天作之合。我尤其喜欢她写的倒数第二段：“我们驾驶的是一艘设计紧凑的船，而且我们严格控制不必要的开支。这里没有秘书，也没有管理层级。但是我们投入大笔的金钱去获取技术上的优势，而且能够推进业务的发展。”

在那个时候，我们在一家银行里有一项重要的投资，这家银行的管理层对于扩张相当执著。(难道他们所有人不都是这样的吗？）当我们的银行询购一家较小的银行的时候，它的拥有者提出要以被并购方资本净值和盈利能力的估值达到并购方的两倍为基础，进行股票互换。我们的管理层显然处于发情期，他们很快就缴械投降了。被并购方的所有者随后坚持另一个条件。“你们必须向我承诺，”他掷地有声地说，“一旦我们的并购完成，而且我成了大股东，你们永远也不会再进行这么愚蠢的交易。”

在进行并购的时候，我们还有另外一个优势：从付款方式的角度考虑，我们可以向卖方提供以一系列优秀企业的杰出组合作为支撑的股票。如果某个个人或者家族希望卖出一个单独的优秀企业，但是同时也希望无限期地推迟个人纳税义务的话，那么他们会发现持有伯克希尔的股票会特别让人安心。我相信，事实上，在 1995 年我们用股票进行支付开展的两次并购中，这样的考虑占有很重要的位置。

除此之外，卖方有时候考虑将他们的公司放到一个企业之家里，在那里公司既可以得到保障，又可以给经理人提供令人愉快、富有成效的工作条件。话再说回来，伯克希尔提供了某些特别的东西。我们的经理人以超乎寻常的自主权进行经营。另外，其所有权结构能够使卖方相信，当我们说我们想买来持有的时候，这个承诺是一诺千金。从我们的角度说，我们喜欢与那些关心他们的公司和员工可能会受到什么影响的所有者进行交易。一个买家与这种类型的卖家交易时，遇到令人不愉快的意外情况的可能性很小，而与那些只是简单地拍卖掉其企业的人交易则不然。

上面所说的这些除了对我们的并购风格作出解释外，当然也是“并非如此巧妙”的叫卖。如果你拥有或者代表着一家税前收益达 2 500 万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者更多的企业，而且其符合让查理和我感兴趣的公司所具备的条件，那么请你给我打个电话。我们的讨论将是严格保密的。而且如果你现在没有兴趣，请将我们的建议记在心上：**我们永远也不会失去我们对既有良好经济基础又有优秀管理团队的企业的胃口。**

作为这个有关并购的小宣传的总结，我忍不住要重复一位公司高管告诉我的一个故事。让他成长起来的这家公司是一家非常好的公司，在行业内长期处于领先地位。然而，其主产品没有任何的特色。所以，几十年之前，公司雇用了一名管理专家，他自然是提出了多元化的建议，这是一个流行至今的时尚。（“归核化”还没有什么影响。）不久之后，公司并购了好几家企业，每次并购之前都经过了咨询公司长时间而且成本高昂的并购研究。而结果呢？这名高管悲伤地说：“当我们启动这个计划的时候，我们的收益 100%来自于原来的业务。经过 10 年之后，这个数字变成了150%。”

我们的并购通常按照同样的方式来展开。在其他的公司，高管们或许会全身心投入，与投资银行家一起采用一种已经成为标准模式的竞价程序，寻找并购机会。在这个过程中，投资银行家会准备一本让我想起儿时看过的《超人》漫画的书。在华尔街的版本里，经过投资银行家在电话里的描述，一家原本表现平庸的公司就有能力通过简单一跃超越所有的竞争对手，而且收益增长的速度要快于子弹飞行的速度。受到这本书所描绘的被并购方的能力的刺激，患有“并购饥饿症”的首席执行官们马上开始变得神魂颠倒起来——在他们的冷静外表之下，他们都是洛伊丝 · 莱恩斯[①]。

其账册里特别可笑的部分是对之后多年收益的精确计划。然而，如果你问作者，也就是投资银行家，他的公司下个月能够赚多少，他会摆出一种防御性的架势，然后告诉你，业务和市场非常不确定，他无法冒险进行预测。

---

① 《超人》漫画里的人物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个我忍不住要讲的故事：在 1985 年，一家大的投资银行打算出售斯科特·费泽尔并到处报价，但是都没有成功。在听到这个消息后，我给当时和现任的首席执行官拉尔夫·舒伊写了封信，表达了购买这个企业的兴趣。我以前从来没有见过拉尔夫，但是一周之内，我们就达成了协议。遗憾的是，斯科特·费泽尔与投资银行签署的任务约定书规定，斯科特·费泽尔在出售成功后要支付给它 250 万美元，尽管它在寻找买方的工作中没有取得任何的成效。我猜想，牵头的投资银行家可能觉得他拿钱了总得做点事情，所以慷慨地给了我们一本他的公司准备的关于斯科特·费泽尔的账册。查理以他特有的练达回应说："为了不看到这个东西，我愿意再付你 250 万美元。"

在伯克希尔，我仔细构思出来的并购策略，就是简单地等着电话铃响。令人高兴的是，电话铃有时候真的会响起来，通常的情况是早前被出售给我们的某个公司的一位经理人向他的朋友作了推荐，而后者认为可以仿效。

听起来似乎很奇怪，我们在一年中进行了 3 次并购，居然还会这么高兴，尽管我们经常拿这些资料去向大多数经理人询问并购活动的情况。可以确定的是，查理和我没有丢掉我们的怀疑态度：我们相信，大多数的交易确实损害了并购方股东的利益。最通常的情况就像音乐喜剧《HMS Pinafore》里的台词所说的："真相很少与表象吻合，就像脱脂牛奶可以冒充奶油一样。"具体来说，卖方和他们的代表不可避免地提供了一些娱乐价值超过教育价值的财务计划。在制造这些玫瑰色场景的过程中，华尔街的作用毫不逊色于华盛顿。

至于在任何的情况下，为什么潜在的买方会看由卖方提供的计划书，到现在我仍然是百思不得其解。查理和我对那些东西从来都不瞄一眼，但是相反，我们会时刻牢记关于那个牵着一匹病马的人的故事。一天，一个人找到兽医，说："你能够帮帮我吗？我的马有时候跑得很快，但是有时候又会跛脚。"兽医的回答一针见血："没有问题——当它跑得快的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖掉它。”在并购的世界里，那匹马可能会被当成塞克雷塔利亚[①]来兜售。

在伯克希尔，我们在预计未来方面遇到了其他有心并购的公司所遭遇的所有困难。跟它们一样，我们也面临着并购过程中固有的问题，卖方对公司的了解实际上总是远比买方多，而且他们也会挑选出售的时间——一个公司看起来能够运行得“很好”的时机。

尽管如此，我们也具有一些优势，或者说，其中最大的优势就是我们没有一个现成的战略计划。因此，我们觉得没有必要按照一个预定的方向走（一条几乎可以肯定，会将我们引向一个可笑的购买价格的道路），但是我们能够凭简单的感觉判断，哪些东西对我们的所有者来讲是有意义的。在这样做的时候，我们总是在心里将我们所谋划的任何的举动与我们面临的其他几十个机会，包括通过股票市场购买世界上最好的企业的少量份额的股票，进行对比。我们进行这种比较，即并购与被动投资的比较的实际做法，是那些专注于简单的扩张的经理人们很少会采用的。

从经济的角度看公司并购，其中最不可取的交易是股票置换并购。在这种情况下，并购方所支付的高昂的价格，通常都没有考虑被并购方的股票及其资产被出售时产生的税款。如果被并购的实体随后被出售，其所有者或许会面临大量的资本收益税（税率为35%或者更高），尽管该项出售事实上可能会导致巨大的经济损失。

比如，在考虑企业并购的时候，很多经理人倾向于关注交易是否会马上摊薄或者反摊薄每股收益（或者，在金融机构里，则是每股账面价值）。对这类问题的强调会带来巨大的危险。回到我们的大学教育的例子上，试想一名25岁的MBA一年级学生考虑将他未来的经济利益与一个25岁工人的进行合并。MBA学生，一个没有收入的人，可能会发现，用“股票换股票”的方式将他自己的权益与那位工人当天的收入进行合并，能够增加他的近期收入（而且是大规模的！）。但是，对于这个学生来说，还有

① Secretariat，美国的一匹著名赛马的名字。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么能比这种类型的交易更愚蠢呢?

在公司交易中，对于一个可能的买方来说，当潜在的被并购方既有不同的预期、不同的非营业资产，又有不同的资本结构的时候，只关注于它的当前收益同样也是愚蠢的。在伯克希尔，我们放弃了很多并购的机会，因为它们也许可以提高当前和近期的收益，但是可能会减少每股的内在价值。我们的方法一直都是遵循韦恩·格雷茨基的忠告：**“要去球可能滚到的地方，而不要去球所在的地方。”**其结果是，我们的股东现在拥有的财富比他们在我们采用标准教义进行并购的情况下可能获得的收益高出数十亿美元。

遗憾的是，大多数重要的并购都表现出了一种令人震惊的不平衡：它们成为被并购方股东的富矿；它们增加了并购方管理层的收入和地位；它们还是为双方服务的投资银行以及其他专业人士的摇钱树。但是，很可惜，它们总是会减少并购方股东的财富，通常的情况下都是大幅减少。这种情况的出现是因为并购方基本上都放弃了比他们所得到的更多的内在价值。约翰·梅德林，这位美联银行（Wachovia Corp）已经退休的领导人说，如果做得足够多的话，那么“你就是在反向发放连锁信[①]”。

总体上，我们当前的企业在几年的时间里，应该出现合理的营业收入增长。但是，它们本身将不会产生真正令人满意的利润。我们需要一个大型的并购来实现这个目的。

在这个寻找的过程中，2005年的情况是很令人鼓舞的。我们达成了5项并购：两项在去年完成，一项在去年年底的时候签了合同，另外的两项我们也希望能够很快签订合同。没有任何一项交易牵涉伯克希尔的股票发行。这一点很关键，但是常常被忽视：当管理层骄傲地用股票并购另一家公司时，并购方的股东同时也将他们拥有的权益卖出去了一部分。我

① 要求收信人看过信后复制成一定份数，再分寄给其他人，以不断扩大收信人范围。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己也做过几次这种交易——而且，在资产负债表上，为我的行为买单的是你们。

不像很多的企业买家，伯克希尔没有“退出战略”。我们购买的目的是持有，尽管我们确实有进入战略，并在海内外寻找符合我们的六个标准而且可以让我们以一个将产生合理回报的价格买入的企业。如果你有一个符合这些要求的企业，请给我打电话。就像一个情窦初开的女孩儿一样，我会一直守在电话旁边。

规划与管理实践

你的公司的经营管理，应该是基于把财务决策权交给高层（可能应该补充说，是最高层）的集中管理原则，并将单个企业以及业务单元的营运管理权尽可能地分配给几个关键的经理人。如果我们整个公司总部的人员全部上场的话，那他们刚好够组一支篮球队（而且他们只是用了大约 1 500 平方英尺的办公区域）。

这种方式偶尔会酿成大错，不过，这些错误通过更紧密的营运控制，应该是可以消除或者减少的。但是，这种做法同时大幅削减了各个业务层级的成本，而且也极大地加快了制定决策的速度。因为每个人都有大量的工作要做，而且也都完成了大量的任务。最为重要的是，它使我们能够吸引并且留住那些特别有才能的人才，即那些我们通过正常的途径没办法雇用到的人——他们发现自己为伯克希尔工作时，几乎与经营他们自己的事业一样有认同感。

伯克希尔选拔经理人通常有几种重要的方式。举个例子说，这些男男女女中的绝大部分自身都是非常富有的人，他们在经营这些他们现在管理的企业的过程中赚到了钱。他们做这份工作既不是因为他们需要钱，也不是因为有合同规定他们必须这样做——在伯克希尔，我们没有合同。他们长时间很努力地工作，只是因为他们热爱自己的事业。我使用“自己的”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个说法是有意的，因为这些经理人真的是在负责——在奥马哈没有大会陈述，没有需要总部批准的预算，没有有关资本支出的声明。我们只是简单地要求我们的经理人按照这样的方式来经营他们的公司，也就是把这些公司看成是他们自己家族的唯一资产，而且在下个世纪仍然将维持这样的状况。

由于拥有这些像我们自己一样负责的经理人，我的合作伙伴查理·芒格和我在具体的业务方面几乎没有什么事情可以做。事实上，或许这样的说法更合适：如果我们做得更多，那我们能够实现的就更少。我们没有公司会议，没有公司预算，没有绩效评估（尽管我们的经理人在通常的情况下当然会发现这些程序在他们的企业单元中是非常有用的）。

你们该指责我的犹豫不决。（查理把这说成是吮指癖。）**当一个问题存在的时候，无论它是个人方面的还是业务运营方面的，采取行动的时机都应是现在。**

查理和我不相信灵活的营运预算，像通过“如果销售收入是Y，则间接支出可能是X，但是如果收入比Y少了5%，则间接支出必须相应减少”这样的表述做出的预算。难道只是因为在某个年度或者某个季度利润出现下降，我们真的就必须减少《布法罗新闻报》（*Buffalo News*）的新闻版面，或者降低喜诗糖果的产品和服务质量吗？或者，反过来说，难道只是因为金钱滚滚而来，我们就应该增加一名经济师、一名公司战略规划师，发起广告宣传攻势或者做别的什么对伯克希尔没有任何好处的事吗？

这对我们来说没有什么意义。我们既不理解因为利润增长就增加不必要的人员或者业务活动，也不理解因为利润下降就削减基本的人员或者业务活动。这种摇摆不定的方式既不像是企业的做法，也不人道。我们的目标是在任何时候都做那些对伯克希尔的客户以及员工有意义的事，而且永远也不增加不必要的人员和业务活动。（“但是，公司买飞机的事情怎么解释？”你会很直接地问。嗯，偶尔，人必须要超越原则。）

在伯克希尔，我们信奉查理的格言，“只需要告诉我坏消息；好消息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己会送上门来的”，而且这也是当我们的经理人向我们汇报工作的时候，我们希望他们采取的态度。相应地，我也欠着你们，伯克希尔的所有者一份有关 3 家企业的报告，这些企业去年经历了收益下滑，尽管它们仍然获得了令人满意（或者更好）的资本收益率。每家企业都遭遇了不同类型的问题。

当你发现自己陷入洞中的时候，你需要做的最重要的事情就是停止挖洞。

雇佣政策

观察家或许会从我们的雇佣实践中得出结论，查理和我在我们的生活中过早地因为均等就业机会委员会（EEOC）的一份有关年龄歧视的公告产生了严重的心理阴影。然而，真正的解释是这样的做法对我们是有利的：要“教会新狗玩老把戏”非常困难。很多年过七旬的伯克希尔的经理人今天能够以多年前为他们赢得声誉的那种步伐打出本垒打，并且仍然是青春洋溢。因此，要想从我们这里获得工作的机会，你就要采用能够说服惊艳的 25 岁美女嫁给 76 岁的老人那样的手段。“你通过什么办法让她同意的？”满怀妒意的情敌问。回答是：“我告诉她我今年 86 岁。”

我想起了一件事，一位女士在被要求描述一下理想配偶的时候，具体说到了考古学家。“我越老，”她说，“他对我的兴趣也就越浓。”她应该喜欢我的品位：我很珍惜那些非凡的伯克希尔经理人，他们在过了正常的退休年龄后仍然干得很好，而且他们相应地取得了远比他们年轻的竞争对手更好的成绩。尽管我对维恩和格拉迪斯在日历显示时间到的时候作出了退休的决定非常理解而且心领神会，但是我并不想鼓励这样的做法。要“教会新狗玩老把戏”是很困难的事情。

自然，一家奉行不解雇政策的公司在市场状况好的时候必须特别小心地避免人员过多的情况。30 年前，时任大都市公司（Cap Cities）首席执行官的汤姆·墨菲用一名员工要求老板准许他雇用一名助手的故事，把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个思想灌输给了我。这名员工认为公司支付的年薪增加 2 万美元是无足轻重的。但是他的老板告诉他，这个建议应该被当做价值 300 万美元的决策来进行评估，因为一个额外增加的人员在他的一生中至少要花费掉这个金额——公司要考虑加薪、福利以及其他的支出（当人员增加时，厕所里的纸都要增加）。而且，除非公司遭遇困难的时期，否则增加的员工很难被解雇，无论他对业务的贡献多么微不足道。

拉尔夫也是经历非常丰富的人。尽管我不知道拉尔夫的年龄，但是我确实知道，与我们很多的经理人一样，他也是超过了 65 岁的人。在伯克希尔，我们看的是绩效，不是年龄。查理和我，一个是 71 岁，一个是 64 岁，现在还在我们的办公桌上保留着乔治 · 福尔曼[①]的照片。你可以打个赌，我们对有关退休年龄的强制性规定的蔑视将会一年比一年加剧。

苏珊在 25 年前以一个每小时领取 4 美元薪水的推销员的身份来到波仙珠宝（Borsheims）。尽管她缺乏从事管理工作的背景，但我还是在 1994 年毫不迟疑地任命她为首席执行官。她很聪明，又热爱公司，而且她也爱她的那些伙伴。这些无论在任何时候都要比拥有一个 MBA 学位重要。

（旁白：**查理和我不是简历的粉丝。相反，我们关注大脑、热情和诚实**。我们的另一位伟大的经理人是卡西 · 巴伦 · 塔姆拉兹，自从我们在 2006 年年初买下了商业在线之后，她极大地提高了公司的收益。她是一位股东梦寐以求的经理人。夹在卡西和公司远景规划之间肯定是非常危险的。必须要提到的是，卡西是从一名出租车司机开始她的职业生涯的。）

在伯克希尔，类似的情况持续了很长时间。我们没有仅仅因为这些超级巨星已经达到了某一个具体的年龄——无论是 65 岁的传统退休年龄还是布夫人在 1988 年光明节前夜达到的 95 岁，就要求他们离开我们的队伍。杰出的经理人是一种过于稀缺的资源，我们无法做到只是因为蛋糕上插满了蜡烛就不再用他们。另外，我们与那些刚进入职场的 MBA 接触的

① George Foreman，美国拳王。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历还不是那么多。他们的学术记录看起来总是非常吓人，而他们又总是只知道应该说什么；但是最通常的情况是，他们在对公司作出的个人贡献以及商业悟性方面存在不足。“教会新狗玩老把戏”不是一件容易的事情。

根据这个计划，我们打算雇用一名比较年轻的、具有管理规模非常大的投资组合潜能的先生或者女士，我们希望这个人能够在我们需要某个人挺身而出的时候，接替我出任伯克希尔的首席投资官。在这个挑选的过程中，事实上我们会挑选出几个候选人。

挑选正确的人员并不是一件容易的工作。当然，从那些拥有令人印象深刻的投资记录的个人中找出聪明人来，也不是很难。但是，对于成功的长期投资人来说，还有远比大脑和最近上佳的业绩更为重要的东西。

在较长的时间段内，市场会有异乎寻常的，甚至怪诞的表现。仅仅是一个大错，就能够将长期的成功一扫而空。我们因此需要有这么一个人，他在骨子里就注定能够认识并且避开严重风险，包括那些以前他从来没有遇到过的风险。某些潜藏在投资战略里的危险，无法被今天金融机构普遍采用的模型发现。

性格也很重要。独立的思想，稳定的情绪以及对人类和机构行为的深刻理解，对于长期投资的成功来说同样很关键。我就见过太多非常聪明的人，但是他们缺少这些品质。

最后，我们有一个特别的问题要考虑：我们留住我们雇用的这个人的能力。能够将伯克希尔列入简历中这一事实，应该很好地说明了一名投资经理的能力。因此，我们需要确定我们能够留住我们所选择的人，尽管他或者她可能会有机会离开并且在其他的地方赚到很多的钱。

债务与成本

除了很小的金额……我们不愿意为了并购或者运营的目的，在伯克希尔产生任何大笔的债务。当然，常规的商业理念可能会认为，我们过于保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

守，而且如果我们在我们的资产负债表里注入适当的杠杆率，我们就会有机会安全地赚到额外的利润。

我们很少使用举债的手段，而且当我们确实需要借债的时候，我们会尽量使我们的贷款结构建立在长期固定利率的基础上。为了让我们的资产负债表上的杠杆率不至于过高，我们将会不惜拒绝一些有意思的机会。这种保守主义已经惩罚了我们的经营成果，但是，考虑到我们对保单持有人、贷款人以及很多权益持有人负有守信的义务，而且他们已经将他们的资产净值中的绝大部分投到我们这里，这是唯一能够让我们觉得舒心的做法。正如一名印第安纳波利斯500汽车大奖赛冠军所说："要想拿到冠军，你就必须第一个撞线。"

你可能会想不通为什么我们坐在现金堆成的山上还要去借钱。这是因为我们秉承我们的"独立自主、自力更生"的哲学。我们相信，任何一家放款的下属企业，都应该为支撑应收款项所需的资金支付一个合理的费用，而且不应该由母公司进行补贴。否则，拥有"一个有钱的爹"就可能造成草率的决策。与此同时，我们在伯克希尔所累积起来的现金肯定是要被用于并购企业或者购买能够提供高收益的证券的。

总体上，我们对举债仍然不感兴趣，特别是那种短期的举债。但是，当债务既有合理的结构安排又能够给股东带来显著的利益的时候，我们愿意承担适当金额的债务。

与这个商业世界里的大多数人不同，我们喜欢以预期需求的方式进行融资，而不是以被动应对的方式。一个能够获得最好的财务结果的企业很可能需要把资产负债表的两项都管理好。这就意味着它在资产项下获得尽可能高的回报，而在债务项下保证尽可能低的成本。如果企业在这两项下作出明智决策的机会一致，这对它来说则会比较方便。然而，理性告诉我们，实际的情况可能是相反的：以债务成本高为表现的吃紧的资金条件，将会为并购创造出最好的机会，而充裕的资金则会把资产的价格推上天。我们的结论是：针对债务项目的行动有时候应该独立于针对资产项目的任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何动作。

与大多数企业不一样，伯克希尔不会因为任何具体的紧急需求而进行融资。反之，我们借款是因为我们认为，在比贷款期限要短得多的时间内，我们会有很多把这些钱派上大用场的机会。最有吸引力的机会可能会在信贷成本极高，甚至或许无法获取的时候出现。在这样的情况下，我们想拥有大量的金融“火力”。

在伯克希尔，我们珍视成本意识。我们的楷模是一位去当地报社刊登讣告的寡妇。当听说收费是每个单词 25 美分的时候，她提出来要登的内容是：“弗雷德 · 布朗去世。”随后，有人告诉她收费从 7 个单词算起，于是这位刚刚丧夫的妇人说：“好吧，那就改成，‘弗雷德 · 布朗去世，高尔夫球杆转让’（Fred Brown died, golf clubs for sale）。”

我忍不住再引用一句坎德勒的话：“大约从今年的 3 月 1 日开始……我们雇用了 10 名业务员，在与总部保持密切联系的情况下巡回各地推销产品，我们的业务范围基本上覆盖了全国各地。”这就是我心目中的销售队伍。

我们的经验一直都是，一位运营成本通常情况下已经很高的经理人，在寻找增加管理费用的新途径方面的办法也是层出不穷。而一位对运营的管理很严格的经理人，却总是坚持不懈地寻找降低成本的新办法，就算他的成本已经比竞争对手低很多，他也不善罢甘休。没有谁能够在展示后面这种能力方面与吉恩 · 阿贝格比肩。

我们在这里的失败说明了与简单的建议为伍这个指导方针的重要性——这个方针总是被我们应用在投资和运营中。如果对于一个决策来说只有一个变量是关键的，而且这个变量有 90% 的机会如你所愿，那么这个决策带来成功的机会显然是 90%。但是，如果为了一个成功的结果，你需要对 10 个独立的变量进行考虑，而且每个变量都有 90% 的成功可能性，那么你最终胜出的可能性就只有 35%。在我们的锌业企业中，我解决了这些问题中的大部分。但是有一个问题始终解决不了，而这样的情况下，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题就显得太多了。由于一根链条不会比其最弱的一环强，因此我们要去找独环的链条——如果你能够接受一个逆喻的话。

我们的税后管理成本低于我们报告的营运收益的1%，而且低于我们的核实收益的0.5%。我们没有设法务、人事、公共关系、投资人关系以及战略规划部门。而这又意味着我们不需要支持性人员，比如保安、司机、信使等。最后，除了为维恩雇用的咨询师外，我们没有雇用其他咨询师。帕金森教授应该会喜欢我们的运营模式——尽管我们必须承认，查理仍然觉得它太过臃肿。

在某些公司，其支出大约占营运收入的10%或更多。这些由运营活动向总部供奉的10%的课税不仅破坏了收益，而且更为重要的是削弱了资本价值。如果一家在总部成本上支出了10%的企业在其运营水平上达到了与发生成本仅为1%的企业同样的成绩，第一家企业的股东所持资产就遭遇了9%的价值损失，而这个损失的产生仅仅是因为公司的管理成本。查理和我的研究表明，公司的高成本与好的企业绩效之间并没有相关性。事实上，我们看到的更加简单，低成本运营方式比官僚主义的运作方式效率更高。我们很羡慕沃尔玛、纽科（Nucor）、多佛（Dover）、GEICO、金色西部金融与定价公司的模式。

这个团队占用了9 708平方英尺的办公区域，而查理在洛杉矶的世界总部西区（World Headquarters West）用了655平方英尺。我们总公司的工资总额，包括福利，而且把两处办公地点都算在内，去年总计为3 531 978美元。当我们花你们的钱的时候，我们是很小心的。

公司权贵们通常会抱怨政府的支出，批评那些为他们所不齿的花纳税人的钱不像花自己的钱那样会心疼的官僚们。但是有的时候，公司高管在财务方面的行为也会因为钱来自不同的钱包而存在差异。下面就用在我执掌所罗门兄弟公司期间发生的故事作个说明。在20世纪80年代，公司有一名理发师，名叫吉米，他每周来一次，给那些高级官员免费理发。一名指甲修理师也是随叫随到。随后，由于一项成本削减计划，老顾客们被告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知需要自己付费。一名过去每周请吉米服务一次的高级管理人员（不是首席执行官）马上改成了每 3 周理发一次。

我对另外一个团队感激不尽，那就是总公司的员工。在 8 项并购之后，我们在世界各地的员工翻了一番还不止，达到了 112 000 人，查理和我去年终于松口，在总部增加了一个人手。(愿上帝保佑查理，是他让我永远也不会忘记本杰明 · 富兰克林的劝告："小洞不补，会沉大船。"）现在我们有 13.8 个人。

这只小型的乐队在创造着奇迹。在 2000 年，它处理了与我们的 8 项并购有关联的事无巨细的所有工作，处理了广泛的法规事务和税收申报（我们的税收返还事宜占了 4 896 页申报表内容），平稳地筹组了一次年度大会，这次会议共发出了 25 000 张选票，并准确地按照我们的股东的委托，给 3 660 家慈善机构分发了支票。另外，这个团队还处理了由一个销售收入达 400 亿美元，而且所有者超过 30 万人的公司所产生的日常工作。还有，比这一切更为重要的是，另外的 12.8 个人很高兴伴随在我的左右。

股票所有权以及股票交易活动

经常会有人问我们，为什么伯克希尔的股票不拆分。在这个问题后面所掩藏的假设通常都是拆分应该是一个对股东有利的做法。我们不同意这样的看法。下面我就告诉你原因是什么。

我们的目标之一是让伯克希尔 · 哈撒韦的股票以一个与它的内在价值合理相关的价格被出售。(但是注意，是"合理相关"，不是"完全一致"：如果被看好的公司基本上都是以远低于内在价值的价格在市场上出售股票的话，伯克希尔很可能也得这样定价。）对于一个理性的价格来说，最关键的是理性的股东——对当前的价格来说是这样，对预期的价格来说也是这样。

如果某家公司的股东，或者看好这只股票的潜在买方倾向于作出非理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的或者以感性为基础的决策，某些很可笑的股票价格就会在一定的时间段内出现。躁抑症的人格特质会产生具有躁抑症特征的估值。这样的偏差在买卖其他公司股票的时候能够给我们很大帮助。但是，我们认为，把伯克希尔的股票在市场上出现这种情况的可能性降到最低，是符合你们和我们的利益的。

想要只拥有高素质的股东是不太容易做到的事情。阿斯特夫人[①]可以选择进入她的 400 名人榜的人选，但是任何人都可以买任何的股票。进入股东“俱乐部”的成员不可能是根据智力水平、情绪稳定性、道德敏感性或者在衣着方面的品味过滤出来的。因此，股东优选学或许只能是毫无希望的努力。

然而，在很大程度上，我们觉得如果我们坚持不懈地宣传我们的企业，以及我们的所有者理念，同时保证没有其他的杂音，并且让投资者按照原本的方式对股票进行自我选择，那么高素质的所有者还是能够被吸引并且保留下来的。比如说，自我选择的作用会让一部歌剧的广告和一场摇滚音乐会的广告吸引完全不同的两群人去观看，尽管每一个人其实都可以买张票就进去看任何一场。

通过我们的政策和沟通方式，即我们的“广告”，我们试图吸引那些理解我们的业务、态度以及期望的投资人。（而且，同样重要的是，我们也劝阻那些不理解我们的人。）我们想要看到的是那些把自己看成是公司所有者，而且在投资于公司的时候是打算长期驻守的人。另外，我们想要看到的是那些能把目光集中在商业成果上，而不是市场价格上的人。

另外，我们欣赏一种罕见的管理自由。大多数公司都存在机构方面的限制。比如，一家公司的历史或许会使其投入一个现在所能提供的机会非常有限的行业。一个常见的问题是，股东的选择会迫使公司的经理人跟随华尔街的曲调跳舞。虽然很多首席执行官抵制，但是其他人会屈服并采用

① Mrs. Astor（1902~2007），誉为美国慈善女王。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全违背了自己意愿的运营和资本配置策略。

在伯克希尔，无论是公司的历史还是所有者的要求，都不会阻碍明智的决策。当查理和我犯错误的时候，用网球的术语来说，那都是非受迫性失误。

具有那些特质的投资人为数很少，但是我们拥有这些人中非常杰出的一部分。我相信我们的股票中肯定有超过 90%，或许超过 95%的部分是由那些在 5 年前就是伯克希尔或者蓝筹邮票公司（Blue Chip）股东的人持有。而且我还认为，我们的股票中超过 95%的部分是由这样的股东持有：在其投资组合中，我们的股票份额至少是排名第二的股票的两倍以上。在那些至少有几千名公众股东以及市值超过 10 亿美元的公司里，我们几乎可以肯定，在股东像真正的所有者那样去思考、去行动这一方面，我们肯定是领先者。提升投资人队伍的水平，使其能够拥有这些特征不是一件容易的事情。

如果我们拆分股票，或者采取其他的关注股票价格而不是企业价值的行动，我们会吸引来一帮达不到现有卖家水平的买家。在每股 1 300 美元的价格上，能够买得起伯克希尔股票的人在少数。如果我们将一股拆分成 100 股，一个原本只能买一股的人就可以买到 100 股，那么这个人是否就会更富裕呢？那些有这种想法，而且会因为拆分或者期待拆分而购买股票的人，肯定会造成我们现在的股东队伍整体素质的下降。（我们真的能够通过让一些思路清晰的股东被一些心浮气躁、喜欢票面价格甚于价值，而且会觉得拥有 9 张 10 美元钞票的人比拥有一张 100 美元钞票的人更富裕的新人替换掉，来改善我们的股东队伍吗？）那些以非价值理由购买股票的人，也会以非价值理由出售股票。他们在这个市场中的存在，将会加剧与基础业务发展情况无关的反复无常的价格波动。

我们将会尽量避免出台吸引那些在短期内关注我们的股票价格的买家的政策，而尽量遵循那些吸引有见识的关注公司价值的长期投资人的政策。正如你在一个充满了理性而有见地的投资人的市场上购买你的伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔股票一样，你一定会有一个机会在同样的市场上将其出售——如果你真想要出售的话。我们将尽我们的努力来保证这样的市场的存在。

我们非常希望看到那些喜欢我们的服务和菜单，而且年复一年都会回来的所有者。要想找到一个比那些已经占有伯克希尔·哈撒韦股东的"位子"的人更好的队伍，可能是一件困难的事情。所以，我们希望在我们的所有者队伍中继续保持很低的换手率，这种情况会反映他们对我们的运营方式的理解、对我们的政策的认同以及对我们的期望的分享。

只有下面几种情况同时发生时，公司回购股票的做法才会变得明智：首先，公司拥有的可用的资金，即现金加上合理的可借贷资金，超出了公司的近期需求；其次，公司发现其股票按保守的计算，在市场上以低于其内在价值的价格出售。对于这一点，我们加上一条说明：股东应该已经获得了他们所需的所有的信息来进行估值。否则，内部人士可能占了那些不知道内幕消息的合作伙伴的便宜，并且以一个低于真实价值的价格买下了他们的全部权益。我们曾经在很罕见的场合见过这样的事情发生。当然，通常情况下，骗术是用来推高股票价格，而不是用来压低股票价格的。

我们的目标很可能在两个方面与绝大多数上市公司存在某种程度上的差异。首先，我们不希望使伯克希尔股票的交易价格增至最高。相反，我们希望该股票的交易能够在一个围绕内在价值的很窄的价格范围内进行（我们希望内在价值能够获得一个合理的，或者不合理，然而却是更好的增长率）。查理和我因为明显高估受到的困扰和明显低估带来的困扰一样。两种极端的情况都会不可避免地产生对很多股东来说与伯克希尔的业务成果差异很大的结果。如果我们的股票价格能够持续地反映企业的内在价值，那么我们的每个股东在持有股票期间都将获得大体上与伯克希尔的业务成果平行的投资结果。

其次，我们希望交易活动不要太多。假设我们是与几个不太关心经营情况的合作伙伴一起经营一家私营企业，如果这些伙伴，以及他们的继任者老是想着要离开公司，那我们会非常失望。经营一家上市公司，我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感觉也是同样的。

我们的目标是吸引长期的所有者，他们在购买的时候并没有设定时间表或者是为出售设定价格目标，而是计划与我们永远在一起。我们不理解那些希望看到大量股票交易活动的首席执行官，因为，这种情况只有在他们的公司的所有者永远都在进进出出时才可能出现。还有其他什么样的组织，如学校、俱乐部、教堂等，其领导人在组织成员离开的时候会欢欣鼓舞？（然而，如果在这些组织里，领导人的生活水准依赖于会员资格的换手率，你就可以相信，至少会有这么一种提议出现，比如，“短期内基督教不会有太大的发展；或许我们下周应该转到佛教上去”。）

我们不会回购股票，除非我们确信伯克希尔的股票是以根据保守计算低于内在价值的价格被出售。我们也不会试图去对我们的股票价格说三道四。（无论是在公开场合还是在私下，我从来没有对任何人说过去买或者去卖伯克希尔的股票。）相反，我们将给我们所有的股东，以及潜在的股东提供同样的与价值相关的信息，这些信息正是如果我们和他们的位置调换了，我们会想要的。

请认清这一点：我们永远也不会因为打算制止伯克希尔股票价格的下跌而出手购买。但是，我们将在我们确信这个价格表明了动用伯克希尔的资金具有相当大的吸引力的时候出手。最好的情况是，回购只会在其对我们的股票基于内在价值产生的未来收益率影响非常小的情况下进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章 规范管理者的行为

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首席执行官现在的首要工作是重新赢得美国人民的信任——而且，为了国家命运，他们这样做是非常必要的。然而，这项努力要获得成功，不是靠那些空洞的广告、不知所云的政策声明、董事会和委员会的结构调整。相反，首席执行官必须将管家意识当做自己的生活准则，并且将所有者当成合作伙伴而不是傻瓜对待。现在是该让首席执行官走上正确道路的时候了。

——沃伦·巴菲特

我将会把我自己的资产净值的99%以上留在伯克希尔。我的妻子和我从来没有卖出过一股股票，我们也没有这样做的打算。查理和我都被这种局面搞得很厌烦，这种局面在过去的这几年实在是太普遍，其间灾难总是伴随着非凡的财富而来。事实上，这些人中的很多人都在说服投资人购买股票，同时却抛出他们自己手里的头寸，有时候还采用某些手段来掩饰他们的行为。这些商业领袖很无耻，他们将股东视为傻瓜，而不是合作伙伴。

尽管安然已经成了侵害股东利益的典型，但是在其他的美国公司里仍然不乏各种臭名昭著的丑闻。

我们的等式是不同的。持有47%的伯克希尔股份，查理和我不担心会被炒鱿鱼，而且，我们是以所有者的身份，而不是以经理人的身份接受回报的。因此，我们是用这种心态来使用伯克希尔的资金，即这些资金是我们自己的。这种情况时常让我们做出非常规的举动，无论是在投资活动中，还是在常规的业务管理过程中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不称职的首席执行官

我们的并购通常按照同样的方式来展开。在其他的公司，高管们或许会全身心投入，与投资银行家一起采用一种已经成为标准模式的竞价程序，寻找并购机会。在这个过程中，投资银行家会准备一本让我想起儿时看过的《超人》漫画的书。在华尔街的版本里，经过投资银行家在电话里的描述，一家原本表现平庸的公司就有能力通过简单一跃超越所有的竞争对手，而且收益增长的速度要快于子弹飞行的速度。受到这本书所描绘的被并购方的能力的刺激，患有“并购饥饿症”的首席执行官们马上开始变得神魂颠倒起来——在他们的冷静外表之下，他们都是洛伊斯·莱恩斯。

对企业管理而言，最具有讽刺意味的一点就在于，对于一位不称职的首席执行官来说，他要想保住自己的工作，远比一名不称职的下属容易。

比如，如果一名秘书是被雇用来做一项需要每分钟打至少 80 个字的工作，而她的能力只能达到每分钟打 50 个字，那么她将面临马上下岗的命运。对于这份工作来说，存在一个必然的标准；绩效的考核非常容易；因而，如果你达不到这个水平，你就出局了。类似地，新加入的推销员如果不能够很快达到业务量的要求，他们也将被解雇。借口不能够代替命令。

然而，一名不作为的首席执行官则可以无限期地支撑下去。一个理由就是，关于他的工作的绩效标准几乎不存在。就算是有，这样的标准通常也是模糊的或者是不被遵守，又或者可以被搪塞过去，甚至在绩效问题很严重而且反复出现的时候也是如此。在非常多的公司里，是老板射出了管理者绩效的箭，然后赶快在箭射中的地方按照箭射出的孔画上靶心。

另一个重要的，但是几乎没有被认识到的老板和部下之间的区别是，首席执行官没有直接的上级，他的绩效是自己考核的。一名销售经理要是在他的销售队伍里放一大堆闲人，他自己可能很快就会遭遇大麻烦。马上清除他在录用人员方面犯下的错误关乎他的直接利益。否则，他自己就会被开除。行政经理要是雇用了不称职的秘书，也面临同样迫切的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，首席执行官的老板是董事会，董事会很少会考核自己，而且并不会经常为下一级的公司绩效召开会议。如果董事会作出了错误的聘用决定，而且还一直坚持这个错误，那又怎样？就算公司因为这个错误被收购，这项交易或许还会给这些即将离任的董事带来巨大的利益。（地位越高，他们受到的伤害就越小。）

最后，大家都认为董事会与首席执行官之间的关系应该是和谐的。在董事会上，批评首席执行官工作的声音通常被认为是相当于在社交场合打嗝。行政经理对下属的打字员进行严苛的评估的时候则不存在这些顾虑。

这些观点不应该被解读为对首席执行官们和董事会履行职责的彻底否定：他们大多数都是很有能力也很努力的，而且有些也真的非常杰出。但是，查理和我亲眼所见的那些管理层的过失，让我们感到自己万分幸运，因为我们与我们永久性持有的 3 家企业的经理人是联系在一起的。他们热爱他们的企业，他们像所有者一样思考问题，而且他们充分展示了正直和能力。

操纵数据的管理层

但是，我仍然相信，管理层的行为在即将进入重组和并购阶段的时候甚至会变本加厉。这个时候，很多的管理层会有意人为操纵数据，而且欺骗投资人。这就像迈克尔·金斯利在评论华盛顿时所说的："丑闻不在于做了什么违法的事情，而在于什么是合法的。"

在做账方面区分好人坏人曾经相对容易：比如，在 20 世纪 60 年代末，出现了被一名江湖骗子称为"大胆、有想象力的做账法"的狂欢盛宴（对这种状况的实践使他在不经意间一度获得了华尔街的宠爱，因为他从来没有让它失望过）。但是，那个时期的大多数的投资者都知道是谁在玩这个游戏。而且，当时所有最受人尊敬的美国公司事实上都避开了这场骗局，保住了自己的声誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在最近几年，诚实受到了侵害。很多大公司仍然是中规中矩，但是，大量的而且数量仍在增长的所谓高素质经理人，也就是那些首席执行官（为了你的后代，你应该很愿意接受他们作为配偶，或者作为你遗嘱的委托执行人）已经认同了这样的观点：人为篡改一下数据来满足他们所谓的华尔街的欲望是能够被接受的事情。事实上，很多的首席执行官认为，这种类型的篡改不仅是能够被接受的，而且甚至是他们的职责所在。

这些经理人认为他们全部的工作就是刺激股票的价格尽可能地上涨（对这种假定，我们仍然固执地不敢苟同），他们的这种假设，实在是太普遍了。为了推升价格，他们处心积虑地为实现优秀的业绩而努力奋斗。但是，当企业没有产生预期的结果时，这些首席执行官们采取了令人不齿的做账花招。这些同样为他们的未来带来了他们所期望的“收益”，或者搭建了更大的舞台。

为了给这种行为找到合理的理由，这些经理人通常会说，如果他们用于交易的通货，也就是他们的股票的价值不能够在价格上得到充分的反映，他们的股东就会受到伤害，而且他们还会振振有词地说，在采用这种胡作非为的做账手法获得他们想要的数字的过程中，他们也只是做了大家都在做的事情。一旦这种大家都在做的态度占了上风，道义上的担心就消失了。这种行为可以被称为格雷辛法则（Gresham Law）的变种：坏的做账法驱逐了好的做账法。

现在最普遍的误解在于“重组费用”，这个会计科目当然是合理的，但是大多数的情况是，这通常是一个人为操纵收益的把戏。在这个把戏里，大量本来应该分摊到几年之中的费用全部被记入一个季度，特别是已经肯定无法避免让投资人失望的那个季度的报表里。在某些情况下，这个做法的目的是结清过去歪曲的收益，而从另一方面说，这也是为未来的歪曲收益打好基础。在每一种情况下，这些费用的规模和时间都受到了一种玩世不恭的观点的限制，这种观点认为，如果在某个季度每股收益下跌 5 美元的话，只要保证这次的亏空能够让每股收益在未来持续超过预期 5 美分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街就不会在意。

这种将什么东西都放进一个季度的行为，表明了一种与高尔夫球赛成绩相对应的“勇敢、有想象力”的方式。在这个赛季的第一次比赛中，一名高尔夫球手不管他自己真实的成绩如何，只是简单地把极其糟糕的数字填在他的计分卡上——双倍、3 倍、4 倍于标准杆，而此后他获得一个成绩，比如说，140 杆。在建立好这个“储备”之后，他会去一家高尔夫球专卖店，并且告诉他的支持者他希望“重组”他不完美的挥杆成绩。接下来，随着他把他新的挥杆技术带到球场上，他就要算他打得好的洞，而不算打得差的洞了。他打过的所有的差点就应该按照早些时候建立起来的储备来进行计算。在五轮结束之后，他的成绩将会是 140 杆、80 杆、80 杆、80 杆、80 杆，而不是 91 杆、94 杆、89 杆、94 杆、92 杆。在华尔街，人们将会忽略 140 杆的成绩——总体上，这个数字来自于一个“非连续性”的比赛，这样他们会将我们的英雄归为 80 杆的高手（而且是从来没有让人失望过的选手）。

对于那些喜欢动不动就欺骗他人的人来说，还会存在这种策略的一个变种。单独与一名很愿意合作的球童计分员一起打球的高尔夫球手，会将打得不好的那些洞的成绩往后推，挑出 4 个 80 杆的成绩，在接受了对这种运动健将水平和稳定发挥的喝彩之后，随后拿出第五张记录有 140 杆成绩的计分卡。在用这个“巨额冲销”手段对他早先藏有猫腻的成绩进行矫正之后，他或许会含糊其辞地说几句道歉的话，但是，关于返还他过去从俱乐部通过比较计分卡所收取的钱，一律免谈。（我们需要补充的是，球童将会拿走一份忠诚奖金。）

伯克希尔一直全面彻底地保持这些账目的透明度：如果我们会让你们失望，我们宁愿让你们失望的是我们的收益，而不是我们的账目。在我们所有的并购过程中，我们都按我们所知道的情况准确地留下了损失准备金。总而言之，我们一直是与那些对他们的企业非常熟悉的保险经理人共同携手，促使他们如实地报告他们的财务情况。当交易中出现忽然大幅增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加的债务时，我们通过简单的逻辑分析就可以知道，那些美德中至少有一种缺失了——或者，另外的情况可能是，并购者正在为未来的“收益”输送打基础。

下面是一个真实的故事，它充分地说明了一个在美国的企业中太过平常的观点。两家大银行的首席执行官不久之前参与到了一次友好收购的谈判之中（最终未能达成交易），其中一人已经进行过很多次的并购。这个经验丰富的并购方对这场可能达成的合并的好处作着头头是道的分析，只是被另外一位满脸疑惑的首席执行官打断。“但是，那不是意味着巨额的费用吗，”他问道，“或许要高达 10 亿美元之巨？”那位“老到的”首席执行官简明扼要地说：“我们要让它的规模比这还大——这就是我们做这笔交易的原因。”

位于巴尔的摩的 R. G. Associates 咨询公司初步清理出来的在 1998 年收取或者公布的特别费用，也就是重组、进行中的研发、与并购相关的项目以及资产减值中能够确定下来的费用不少于 1 369 项，总计 721 亿美元。这是一个惊人的金额，特别是在有这么一个事实印证的基础上：财富 500 强这个著名榜单上的企业在 1977 年的收益总计为 3 240 亿美元。

很显然，当今很多管理人员对准确报告的那种玩世不恭的态度，是商界的耻辱。而审计师，正如我们已经说过的，基本上没有起到什么正面的作用。尽管审计人员应该将公众投资者看成是他们的客户，但是他们反而对经理人卑躬屈膝，因为挑选他们的是这些经理人，而且也正是这些人在施舍付给他们的费用。（“端谁的碗，唱谁的歌。”）

当一家大公司购买了另外的很一般，甚至很糟糕的资产，而且管理层偏离和忽略了其优秀的基础业务的时候，就会出现非常严重的问题。当这样的情况发生的时候，投资者通常都要遭受长时间的痛苦。非常遗憾，这种情况正是可口可乐和吉列几年之前所经历的。（倒推几十年，你相信可口可乐会去养虾，而吉列会去勘探石油吗？）当查理和我考虑对总体上从表面看来好像很优秀的企业进行投资的时候，失去重心是最容易令我们忧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑的事情。最为常见的情况是，我们目睹了一些经理人由于骄傲自大或者厌倦而不知将注意力放在何处，从而造成价值的增长停滞。然而，这样的情况在可口可乐和吉列不会再次发生了——无论是在现在还是在未来的管理层的领导下。

危险的预测

我的意思是，做些疯狂的事情、自我毁灭的事情，以及那些像暴徒所做的一样的事情，是人类的本性使然。你们在 1987 年 10 月 19 日看到过的……你们看到过长期资本管理公司的情况。对各种各样的事情你们应该都已经见怪不怪了。

未来应该还会有其他的事情发生。它们都将拥有类似的因子。人为的因素将是所有这些因子中最基本的。这些因素不会是完全一致的。但是，这有点像马克 · 吐温所说的："大家都知道历史不会自我重复，但历史是有韵律的。"我们将会看到能够与 1929 年或者其他任何时候的情况的韵律合拍的某些事情。

我已经见识过各形各色的智商在 160 以上、对这个问题具有浓厚兴趣，而且在投资界经历相当丰富的人。我眼睁睁地看着他们自掘坟墓。你必须得保持一定的激情，要能够对比赛欣喜若狂，并且到场地里亲历亲为。当然，诀窍就在于你要控制这种激情。大多数人，甚至是那些聪明的人，都很难保证在游戏中不被抓住，而且他们认为，自己只是想像灰姑娘一样在 12 点差 5 分的时候跳完最后的一支曲子，或者做诸如此类的事情，因为他们认为自己比其他人都要聪明……其实，他们要想做到这些，都有一定的难度。或者说，对于那些完全来自右外野[①]的状况，他们没有对自己进行任何的保护。长期资本管理公司就是这方面的一个很好的例子。

① 棒球术语。位于整个棒球场扇形区域中以本垒向外看，右边方向的外野区域。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到几年以前，我的一位首席执行官朋友在无意之间描述了很多大买卖中的病态的一面——必须声明，这只是个玩笑。这位管理着一家财产保险公司的朋友，对他的董事们解释为什么他想收购某家人寿保险公司。在不是很令人信服地嘟囔完了进行并购的经济和战略方面的理由之后，他忽然放下了讲稿。他一脸的淘气，只是简单地说了一句："哦，伙计，其他所有的小朋友都有一个。"

大多数经理人都不大会愿意作出一个聪明但是有时候看起来像是很愚蠢的决定。他们个人的收益/亏损比率都太显而易见了：如果一个非同寻常的决策能够起到很大的作用，他们会获得赞扬，而要是效果不好，他们拿到的就是解聘书。（常见的失败也是殊途同归；作为一个物种，旅鼠可能拥有令人讨厌的形象，但是没有哪一只具体的旅鼠曾经受到过舆论的批评。）

当我不知所措的时候，我有过这么一个想法：查理和我认为，对于首席执行官来说，预测他们自己公司的增长率是一个既具有欺骗性又危险的事情。当然，他们总是被分析师和他们自己的投资者关系部门怂恿着去这样做。然而，他们应该抵制，因为这些预测导致的麻烦不断的情况太常见了。

对于首席执行官来说，有一个公司内部的目标，而且，以我们的观点来看，甚至是公开表达某些对未来的期望也是合适的，不过，前提是这些展望要附带合理的警示。但是，对于一个大公司来说，预测其每股收益在长期内将达到某一增长率，比如说每年 15%，就是在自找麻烦了。

这是千真万确的，因为只有很少一部分大型企业能够维持那么高的增长率。这里有一个小测验：比如说我们抽出 200 家收益最高的公司进行检查，并且列表比较，看看从 1970 年或者 1980 年起，有多少公司的股票每股收益的年增长率能够达到 15%。你会发现，这样的股票真的是屈指可数。我可以跟你打赌，在 2000 年，200 家盈利状况最好的公司中，在接下来的 20 年每股收益的年增长率能够达到 15%的公司数量最可能的是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会超过 10 家。

从这种傲慢的预测中所产生的问题，并不仅仅是它们散播了没有任何根据的乐观情绪。更为麻烦的是，这些情绪影响了首席执行官的行为。在这些年中，查理和我已经观察到了很多这样的例子，这些首席执行官热衷于不具有经济性的运营操作，以便能够实现他们所宣布的收益目标。然而更加糟糕的是，在用尽了所有可能的运作技巧之后，他们偶尔还会玩各种不同的做账手段，“制作数字”。这些做账手法有一种滚雪球式的特征：一旦一家公司开始将收益从一个时间段向另外一个时间段转移，之后出现的操作中收益不足的部分就需要其采取更具有技巧性的做账手段，这些手段必须更加“勇敢”。这种做法会将谎言变成欺诈。（人们注意到，他们从笔尖下被抢走的金钱要比从枪口下被抢走的更多。）

查理和我对那些向投资人信誓旦旦地大讲特讲虚幻预言的首席执行官所管理的企业心存疑虑。这些经理人中有些会被证明是先知——但是，其他人会被证明是天生的乐天派，或者甚至是骗子。遗憾的是，**投资者要提前知道与之打交道的经理人是属于哪一类，并不是一件容易的事情。**

最可恶的捣乱者应该被归入无法在当前的基础上支付利息的零息债券发行人那一个类别。我们的建议是：无论投资银行家从什么时候开始谈论 EBITDA，或者无论某人在什么时候开发出了一种资本结构，不让所有利息，不管是应付的还是应得的利息从来自足额资本支出的当前净现金流当中得到正常的偿付，都请拽紧你钱包的拉链。要想改变这种状况，建议你试试要求推销员以及他的那些收费高昂的随从接受在零息债券上收取费用的方式，将他们的收获期推迟到零息债券已经全部结清之后。届时，看看他们对这项交易还能够表现出多少热情来。

我们对投资银行家的评论可能有些严苛。但是，查理和我根据我们不可救药的陈旧观点相信，他们应该起到守门员的作用，保护投资人不受推销员过分沉迷倾向的影响。无论如何，推销人员在接受金钱的时候所表现出来的判断力和克制力，与醉鬼在喝酒时表现出来的一模一样。因此，银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的行为至少应该提升到一个负责任的酒吧侍者的水平，在必要的时候，他能拒绝卖出下一杯酒而得到的利润，以避免把一个醉鬼推到高速公路上。遗憾的是，在最近这些年，很多领先的投资企业觉得酒吧侍者的道德水准成为一种令人无法容忍的制约。最近，那些在华尔街高速路上疾驰的人，一路上都是畅通无阻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

『我所犯过的错误』

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老是对失误耿耿于怀是一个错误。但是，正视并且分析这些错误是有意义的，尽管这样的做法在公司的董事会里难得一见……愚蠢的决策要么不会有人追随，要么就是文过饰非。

——沃伦·巴菲特

头 25 年所犯的错误

引用罗伯特·本奇利的话说："一条狗会教一个孩子学习忠诚、坚持不懈，以及在倒下之前要挣扎三次。"这些错误是经验不足导致的。无论如何，这是一个好的想法——在犯下新错误之前检讨过去的错误。所以，让我们来快速回顾一下过去的这 25 年。

我的第一个错误，当然是购买了伯克希尔的控股权。尽管我知道它的业务——纺织品生产的前景并不看好，但是我还是忍不住买了，因为价格看起来便宜。那种类型的股票购买行动，在我投资生涯的早期曾经带来过合理的回报，但在伯克希尔发展到 1965 年的时候，我开始意识到这个战略并不理想。

如果你以一个足够低的价格购买了股票，那么在这个公司的眷顾下，通常总会有些短暂的时刻，给你在获得合理利润的前提下抛出的机会，尽管公司的长期表现可能会非常糟糕。我把这种情况称为"烟蒂"投资法。在大街上找到的烟蒂，可能只剩下一口烟可以让人吸，对于吸烟的人来说可能意义不大，但是"廉价购入"会让那一口烟全部变成利润。

除非你是清算人，否则，以那种方式购买公司是愚蠢的。首先，原本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的"低廉"价格可能根本就不能带来这样的一个成功的偷垒战术。在一个困难重重的企业里，一个问题还没解决，另一个问题又冒了出来——厨房里不会只有一只蟑螂。其次，任何在开始时赢得的优势都将会被企业所赚取的低利润很快地侵蚀掉。比如，如果你以 800 万美元所购买的企业能够卖到 1 000 万美元，或者其清算所得为 1 000 万美元，而且你能够很快地采用这两种方式，那么你能够实现很高的回报。但是，如果这家公司以 1 000 万美元的价格在 10 年内卖出，而且在过渡期，每年只能赚取并且配置支出的百分之几，那么这就是一项令人失望的投资。**时间是优秀企业的朋友，也是平庸企业的敌人。**

你或许会觉得这个原则是显而易见的，但是我却是以一种痛苦的方式学到的——事实上，我是经历了好几次碰壁才把它学到手的。在购买了伯克希尔之后不久，我们收购了一家巴尔的摩的百货公司，名叫霍柴德孔恩百货公司（Hochschild Kohn），是通过一家叫多元零售（Diversified Retailing）的公司购得，后来多元零售与伯克希尔进行了合并。我以远低于其账面价值的价格购得，管理层的水平是一流的，而且这项交易还包括了某些特别的地方——没有记到财务账上的不动产价值，以及数额不菲的后进先出（LIFO）的存货。这样我怎么还会失手呢？所以……3 年之后，我幸运地以大约相当于我买入时的成本价的价格卖出了这家公司。在结束了我们与霍柴德孔恩百货公司的企业联姻之后，我的感受与一首乡村歌曲里的丈夫一样："我的妻子与我最好的朋友私奔，而我仍然对她念念不忘。"

我还可以给你提供其他"廉价买入"的蠢事的例子，但是我相信你已经有了这个印象：以合理的价格购买一家优秀的企业要远好于以一个优秀的价格购买一家合适的企业。查理在这个问题上要明白得早一些；我却显得很笨。但是现在，当购买公司或者普通股的时候，我们都是寻找那些拥有一流管理团队的一流企业。

相关的教训说明了这样的真理：好的骑手在良马上会有上乘表现，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在孱弱的驽马上，再好的骑手也白搭。伯克希尔这个纺织企业和霍柴德孔恩两家都由能干而且诚实的人经营管理。同样的这些经理人员如果遇到一个有着良好的发展基本面的企业，应该也会取得上佳的业绩。但是，当他们在变幻莫测的环境中进行经营的时候，他们也根本无法取得任何的进展。

我已经多次说过，**当一个拥有卓越声望的管理团队遭遇一个在经济表现方面名声很糟糕的企业的时候，能够毫发无损的是企业的名声**。我真的很希望我没有如此精力充沛地制造出这些案例。我的行为正好符合梅·韦斯特所承认的："我冰清玉洁，但是只能随波逐流。"

另一个相关的教训是：做事求简单。在过去的25年中购买和监管了大量不同的企业之后，查理和我一直没有学到怎样解决经营困难企业的难题。我们所学到的是躲避它们。从我们取得成功的这些案例看，能够取得这些成功，正是因为我们专注于辨别我们能够跨越的一英尺的障碍，而不是因为我们获得了什么可以让我们跨越7英尺的障碍的能力。

结论似乎并不公平，但是不论是对企业还是对投资者而言，通常的情况是，简单地盯住容易而且显而易见的问题所带来的利润要远高于解决困难的问题所带来的利润。偶尔，我们必须面对棘手的问题，正像我们开始我们在布法罗的报纸周日版发行时的情况一样。在其他的那些情况下，当一家非凡的公司遭遇了一次性的、巨大的，但是能够被解决的问题的时候，巨大的投资机会就出现了，就像多年以前我们在美国运通和GEICO这两个案例上遇到的情况一样。然而，总体上，我们通过避开巨龙所得到的结果要远比通过屠杀它们所取得的结果好。

我最令人吃惊的发现是：在企业中存在一种看不见的，或许应该被我们称为"机构性强制力"的势不可当的力量。在商学院，我们没有得到过任何的有关这种强制力存在的提示，而且，当我进入企业的世界的时候，我们也没有本能地对此产生认识。当时我认为，体面、聪明而且经验丰富的经理人应该会自动地作出理性的商业决策。但是，随着时间的推移，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道了情况并不是这样。相反，当机构性强制力开始发挥作用的时候，理性常常会不堪一击。

比如：（1）就像是受到牛顿第一运动定律支配一样，机构会抵制它目前运行方向中的任何改变；（2）就像工作会在可用时间内不断增多，直到占满所有时间一样，公司的项目和并购也会切实地迅速吞噬掉所有可用的资金；（3）领导人的任何商业热情无论多么愚蠢，都会很快获得由他的团队起草的关于详细的回报率的战略研究报告的支持；（4）公司行为，无论是扩张、并购、建立管理层薪酬计划还是采取任何的其他行动，总是会受到同类公司的拼命模仿。

机构的活力，而不是贪赃枉法或是愚昧无知，总会让公司面临这些情况，这些情况在很多时候都是存在误导的。在我因为忽视了强制力的威力而犯下一些代价高昂的错误之后，我已经在尝试用将其影响力降到最低限度的方式来组织和管理伯克希尔。另外，查理和我已经在想办法将我们的投资集中于那些表现出自己对问题保持着警醒的公司。

在犯过一些错误之后，我学到了只与那些我喜欢、信任而且敬佩的人做生意。正如我在过去所注意到的，这个政策本身并不能够保证成功：一个二流的纺织企业或者百货公司不可能只因为其经理人是那些能够让你很愿意把女儿嫁给他们的人，就会兴旺发达。然而，所有者，或者投资者如果能够将自己与具备合适经济基本面特征的企业中的这些人联系起来，就能够创造出奇迹。相反，我们不希望与那些缺乏令人钦佩的素质的经理人联手，无论他们的企业的前景有多么诱人。我们从来没有能够成功地与一个坏人做成过好生意。

我最不应该犯的错误中有些并没有出现在大众的视野里。这些错误就是，虽然我很清楚购买一些股票或企业的好处，然而我最后却没有去买。错过了一个个人能力范围之外的巨大机会并不是过错。但是，我却错过了不少别人拱手让给我，而且我完全有能力理解的真正的大买卖。对于包括我自己在内的伯克希尔的股东来说，这种犹豫不决带来的成本是高昂的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们坚持保守的财务政策或许会被证明是错误的，但是我却并不这样认为。回想起来，很显然，明显地提高伯克希尔的杠杆率尽管按常规的看法仍然算是保守的，但应该会产生比我们实现的23.8%更高的股权回报率。甚至在1965年，或许当时我们能够判断出，更高的杠杆率取得良好的效果的概率为99%。相应地，我们或许看到只有1%的机会，某些外部或者内部的恐慌因素，会造成一个正常的杠杆率产生介于暂时的痛苦和违约之间的结果。

我们一直不喜欢那些成功概率为99%的机会——而且永远也不会。我们认为，**一个带来额外收入的巨大机会，也不会对冲得掉一个很小的带来悲痛或者耻辱的机会**。如果你的做法是切合实际的，你肯定会得到好的结果；在很多这样的情况下，杠杆率只会，当然也只是起到锦上添花的作用。查理和我从来就不想一口吃成个胖子：相对于结果来说，我们更享受过程——尽管我们也已经具备了应对这些情况的能力。

查理和我几乎从来没有见证过一次错误决策后的坦率的事后剖析，尤其是牵涉到并购的时候。这种从不回头看的做法有一个例外，这个著名案例是对华盛顿邮报公司的并购，在这次并购发生之后的第三年，我们对这次行动进行了实事求是而且客观的评估。胜利总是被大张旗鼓地宣扬到每个角落，但是对愚蠢的决策，人们要不就是没有追踪，要不就是找到了自圆其说的理由。

我已经作了与让你们受到巨大伤害的德克斯特（Dexter）有关的三个决策：(1) 从一开始就买下它；(2) 用股票来购买；(3) 当在其业务活动里进行变革的需要显而易见时，进行拖延。我当然想将这些错误赖到查理头上（或者就此而言，赖到其他任何人的头上），但是这些错误还是我犯下的。在我们购买之前——事实上，还有在之后的几年里，德克斯特尽管面临着至关重要的来自外国低价产品的竞争，但仍然繁荣过。我得出过结论，认为德克斯特能够继续处理好那个问题，但是，我错了。

现在是忏悔时间：我确信，如果我能够采取更加迅速的行动，关闭通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用再保险公司证券部门，我应该能够在税前为你们节省下 1 亿美元左右的资金。在并购通用再保险公司的时候，查理和我两个人都知道它的衍生产品业务没有什么吸引力。报告中的利润给我们的感觉是虚幻的，而且我们觉得没有办法有效地衡量和限制这个业务所承载的风险规模。另外，我们知道，这项业务可能出现的任何大问题都会与能够影响到伯克希尔方方面面的金融或者保险领域的麻烦相互关联。换句话说，衍生产品业务一旦需要支持，就很有可能在我们正好可以配置伯克希尔的资金和信贷以争取巨额利益的同时，占用掉这些资源。(关于历史经验的说明：我们在 1974 年正好有过类似的经历，当时我们成了一场大型的保险欺诈的受害人。有一段时间，我们没有确定这场欺诈最终要花费我们多少钱，因而，我们保留的现金超过了我们正常的需要。)

随时反省

在 1989 年的年度报告里，我写过关于"头 25 年所犯的错误"的内容，而且向你们承诺过在 2015 年更新这些内容。我在这第二"学期"的头几年里所经历的事情表明，如果我坚持原先的计划，那么我所搁下的需要讨论的那些事情将会变得很难收拾。因此，我偶尔将会通过这些文字给自己卸下一些包袱，这样一来，公开的忏悔或许能阻止进一步的错误。(事后的反省被证明对于医院和足球队来说是有用的；为什么这对企业和投资人来说就不会呢？)

很典型的是，**我们那些最严重的错误，出现在我们忽视的领域，而不是我们在正常情况下关注的范畴**。这可能会让查理和我不那么尴尬，因为你们没有见到这些错误；但是它们的不可见并没有减少它们带来的成本。在这个我应负的责任中，我不是说遗漏了有关某些建立在保密发明基础上的公司（比如施乐、高科技公司苹果），或者甚至是优秀的零售商沃尔玛的问题。我们永远也无法具备提前看懂这些公司的能力。相反，我喜欢那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种查理和我能够理解的，而且似乎具有明显吸引力的商业环境——但是在其间，我们仍然只是吸吮我们的手指，而不是购买。

每个作者都知道，使用有震撼力的例子能够对文章产生很大帮助，但是我希望我现在提出来的这个并不算十分具有戏剧性：在 1988 年年初，我们决定购买（因为后来的拆分进行过调整的）3 000 万股房利美的股票，投资金额大约是 3.5 亿~4 亿美元。早些年，我们就拥有过这只股票，而且了解这家公司的业务。另外，我们很清楚，房利美的首席执行官戴维 · 马克斯维尔很好地解决了他从上一任手里继承下来的某些问题，将公司打造成了强大的金融集团——而且真正的好戏还在后头。我在华盛顿拜访了戴维，而且对他保证，如果我们持有了大部分股份，对他不会有任何的掣肘。

在我们买入了大约 700 万股股票的时候，价格开始攀升。在失望中，我停止了购买（很幸运的是，在我们的可口可乐购买计划实施的过程中，当股价出现类似的上升的时候我们没有重复犯类似的错误）。一个更为可笑的举动是，我对自己持有很小份额的股票的厌恶感使我作出了让步，售出了自己所持有的 700 万股股票。

我希望我能够对我在房利美上的业余操作给你们作出一个不很彻底的合理解释。但是我没有做到。我能够给你们的是一个预测，到 1991 年年底，你们的董事长的错误使伯克希尔没有能够赚到的近似收益为：14 亿美元。

而现在是忏悔的时间。应该注意的是，没有任何顾问、董事会或者投资银行家逼我犯下我刚才描述的错误。用网球术语来说，所有这些都是非受迫性失误。

首先要说的是，我差点推掉了对喜诗糖果公司的收购。卖方开出了 3 000 万美元的价格，而我却顽固地坚持出价不能高于 2 500 万美元。幸运的是，他们让步了。否则，我可能就放弃了，而那 13.5 亿美元就跑到别人的口袋里去了。

大约就在购买喜诗糖果的时候，当时掌管着大都市公司的汤姆 · 墨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲打来了电话，并且给位于达拉斯-沃斯堡的美国全国广播公司（NBC）报出了 3 500 万美元的价格。同这家电视台一起的还有沃斯堡的那家报纸，汤姆·墨菲当时正在对其展开收购，而且，在有关“交叉持股”的规则之下，墨菲不得不将电视台业务剥离。我知道电视台是喜诗糖果那种类型的业务，不需要实质性的资本投入，而且成长的预期非常好。另外，墨菲当时是，现在依然是我的一个非常亲密的朋友，一位我很尊敬的优秀的经理和杰出人士。他知道电视台里里外外的事情，而且要不是他觉得这个并购肯定会成功，他也不会给我打电话。事实上，墨菲轻声将“收购”的消息传进了我的耳朵里。但是我却没有听见。

在 2006 年，电视台赚到了 7 300 万美元的税前利润，从我拒绝考虑这项交易开始算起，其总收益至少达到了 10 亿美元——几乎全部都能够提供给它的所有者，用来派在其他的用场上。另外，其资产价值现在大约相当于 8 亿美元。我为什么要说“不”呢？唯一的解释只能是我的大脑进水，没办法作出正确判断。（我的行为就像政治家莫利·艾文斯曾经描述过的：“如果他的智商再低一点点，你或许得每天用水浇他两次。”）

最后，当我对德克斯特说“成交”的时候，我犯下了一个更为严重的错误。这是一家我在 1993 年以 4.33 亿美元的伯克希尔股票（25 203 股甲方股票）买下的制鞋企业。其当时被我评估为可以持久的竞争优势在几年之间就消失殆尽。而且这还仅仅是个开始：由于是用伯克希尔的股票来收购，我严重放大了这个错误。这个举动让伯克希尔的股东损失的不是 4 亿美元，而是 35 亿美元。我将现在市值达 2 200 亿美元的一家优秀公司的 1.6%的股权拱手相让，换来的是一家没有任何价值的企业。

就目前来看，收购德克斯特是我做过的最差的交易。但是我在未来难免犯下更多的错误——你们完全可以在这上面压注。博比·贝尔的乡村歌曲中的一句歌词解释了并购中非常常见的现象：“我从来没有与任何一个丑女人上过床，但难免会有几次，一觉醒来发现与我共枕的是只恐龙。”

我已经说过，我们非常喜欢用现金，而不是伯克希尔的股票来进行并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购。一项对我们交易记录的研究会告诉你为什么：如果你将我们所有的只用股票进行的并购（不包括我们对两个下属公司，多元零售公司和蓝筹邮票公司进行的换股）汇总起来看，你会发现，我们的股东因为我们所做的这些交易受到了一些影响。尽管这样说让我很难过，但是我还是得说，当我签发股票的时候，我就花了你们的钱。

一定要认清楚一件事情：这项损失的出现，不是因为我们受到了卖方的任何误导，也不是因为这些公司在并购完成之后没有得到很用心、很有效的管理。相反，在我们针对我们的交易进行谈判的时候，卖方是完全坦诚的，而且他们在此后非常努力，也非常有效率。

实际情况是，我们拥有了一个真正优秀的企业集团，这种情况意味着，为了获得某种新的业务而把它的一部分换出去，几乎永远都是没有任何道理的。当我们在一次并购中发行股票，我们就削弱了你们在我们的企业中的所有权——这些企业包括我们部分拥有的企业，如可口可乐、吉列和美国运通，以及全部归我们所有的运营良好的企业。举一个体育运动的例子来说明我们面对的困难：对于一支棒球队来说，购买一名有可能打出 0.350 的击球率的球员几乎总是一件美事——当然不包括用一名有打出 0.380 的击球率的球员去换。

当维珍大西洋航空公司（Virgin Atlantic Airways）那位富有的老板理查德·布兰森被问到怎样才能变成一名百万富翁的时候，他脱口而出："没有什么秘诀。从一个亿万富翁开始，然后买入一家航空公司。"

美国航空公司的复苏已经近乎神话。那些一直在观察我在这项投资中的操作的人知道，我已经成功地"编写了一份完美无缺的记录"。我在最初错误地买入了股票，而在试图以半价抛售我持有的这些股票的时候又重复了错误。

公司的两个变化碰巧遇到了它的反弹：（1）查理和我离开了董事会；（2）斯蒂芬·沃尔夫当上了首席执行官。谢天谢地，第二件事情是最为关键的：斯蒂芬·沃尔夫在航线经营上取得的成绩创造了神话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国航空公司仍然有很多事情要做，但是生存已经不再是唯一的问题。随后，公司在 1997 年补上了推迟给我们的优先股红利，对我们所遭受的延误作出了额外的赔偿。另外，公司的普通股价格也从每股 4 美元的低点涨到了最近每股 73 美元的高点。

我们的优先股在 3 月 15 日申请过赎回。但是，公司股价的上涨已经让我们的转股权利具有巨大的价值，这种权利在不久之前还被我们认为一文不值。现在几乎可以肯定，我们持有的美国航空公司的股份将产生令人满意的利润（如果不算我在马洛克斯公司上遭受的损失的话），而收益则可能并不十分令人满意。

下一次我再犯大的愚蠢错误的时候，伯克希尔的股东会知道该怎么做：给沃尔夫先生打电话。

查理 · 罗斯：你犯下的最愚蠢的错误是什么？

沃伦 · 巴菲特：我犯下的最愚蠢的错误，或许将出现在未来。不，你犯过大量的错误，是大量的错误，罗斯。我会回溯每一年，看看我曾经犯过的那些错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章 关于个人投资的建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的股权投资战略与15年前比仍然没有什么太大的变化，当时，我们在1977年的年度报告中说，我们选择可以流通的股票的方式，与我们评估一家可以被整体购买的公司的方式基本相似。我们希望这家公司应该是：(1) 我们能够看得懂它；(2) 有长期被看好的前景；(3) 由诚实而且能干的人管理；(4) 能够让我们以一个有吸引力的价格获得。

——沃伦 · 巴菲特

你真正需要的唯一的投资建议

让我再就你们自己的投资情况多讲几句。大多数的投资者，无论是机构投资者还是个人投资者都会发现，拥有普通股票的最好方式是通过一家收费很少的指数基金。那些采取这个建议的投资者肯定能够实现绝大部分专业投资人士所获得的净收益成果（在扣除费用和佣金之后）。

然而，如果你选择组建你自己的投资组合，那么有几点值得你牢记。一项明智的投资不应该太复杂，尽管这还远远不能说是一件容易的事情。投资人所需要的是对其所选定公司进行合理估值的能力。注意“选定的”这个说法：你不一定要在评价每家公司或者是很多家公司时都是专家。你只需要做到在你自己的能力范围之内对公司进行估值。这个范围有多大不是非常重要；然而，知道它的边界是非常关键的。

要想成功地投资，你不需要明白什么是β值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场。事实上，如果你对这些一无所知，那么你或许能够做得更好。这种说法当然不是在大多数商学院流行的认识，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些学校现在的金融课程表基本上都被上述那些内容所占据了。尽管在我们看来，**学投资学的学生需要的只是精通两门课程——怎样对公司进行估值，以及怎样看待市场价格。**

你作为投资者需要确立的目标，应该只是简单地以一个合理的价格购买一家业务简单明了的企业的部分股权，而且它的收益还必须确保在从现在开始算起的 5 年、10 年和 20 年内都切实出现实质性的增长。一段时间之后，你会发现只有少数的几家公司能够达到这些标准——所以，当你看到某家企业符合条件的时候，你应该购买合理数量的股票。你还必须抵制那些诱使你偏离你的指导原则的诱惑：如果你不愿意持有一只股票 10 年以上，就不要考虑持有 10 分钟。将那些累计收益在几年中走在上行通道中的公司组合在一起，这个投资组合的市值也将会是同样的情况。

尽管很少有人注意到这一点，但正是这种方式为伯克希尔的股东产生了收益：我们透明的收益在过去的这些年一直在以一个很好的势头增长，而且我们的股票价格也在相应地上涨。要是那些收益中的利润没有能够切实出现，伯克希尔的价值应该就不会有什么增长。

聪明的战略

查理和我很久以前就认为，在投资生涯中，作出数以百计的聪明决策太难了。随着伯克希尔的资本快速增长，以及可能明显地影响我们的业绩的投资体系出现了剧烈的萎缩，这种判断就变得更加令人信服了。因此，我们只有很少的几次采用了一种需要我们变得聪明的战略——但是对此我们又不能聪明过头。事实上，我们现在大概每年都尽力完善一个好的想法。(查理说这次轮到我了。)

我们所采用的战略，排除了标准的关于多元化的教条。很多权威因此可能会说，这个战略要比采用更为传统的方式冒的风险更大。对此，我们不敢苟同。我们相信，如果投资组合的集中度提高了投资人据以对一家企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业进行考虑的专注度，以及他在买入之前根据其经济基本面感受到的放心程度，那么投资组合集中化的策略就可以很好地降低其集聚的风险。在表达这个意见的时候，我们引用字典中的条目来将风险定义为："承受损失或者受伤害的可能性。"

然而，学者们喜欢将投资的"风险"定义为不同的含义，认为它是股票或者投资组合的相对波动，也就是说，与所有股票所构成的庞大整体相较而言，它们的波动情况。通过采用数据库和统计技术，这些学者用衡量过去的相对波动状况的准确的股票 β 值来进行计算，随后围绕着这一计算建立起了高深莫测的投资和资本配置理论。然而，在他们追求用单个数据测量风险的过程中，他们忘掉了一个基本的原则：大概正确要比肯定错误好得多。

对于公司的所有者（这是我们看待股东的方式）来说，这些学者的风险定义根本是不着边际的，甚至导致了很多荒唐的情况。按照基于 β 值理论进行的比较，一只相较于市场来说跌得很惨的股票，就像我们在 1973 年购买的华盛顿邮报公司股票，其在价格低的时候比其在价格高的时候风险更大。这样的说法对于一个以极低的价格拿到了整个公司的人来说能够有什么意义呢？

事实上，真正的投资人欢迎波动。本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资人》的第八章中解释了原因。在这个章节里，他介绍了"市场先生"，一个每天都出现的周到殷勤的家伙，他要不就是从你手中买入，要不就是把股票卖给你——反正只要你愿意。这个家伙越是狂躁抑郁，投资人获得的机会就越大。这是千真万确的，因为一个疯狂波动的市场意味着稳固的企业也会阶段性地面临非理性的低价格。要想看到这种价格的出现会怎样给那些完全自由自在的投资人带来越来越大的危险，是根本不可能的事情——他们要么不受市场的影响，要么可以利用市场的愚蠢。

在评估风险的时候，一名纯粹的 β 值信奉者不屑于检查公司生产什么，它的竞争对手在做什么，或者这个公司使用了多少借来的资金。他或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许甚至不需要知道公司的名字。他所珍视的只是其股票价格的变动历史。相反，我们对其股价的变动历史不是非要知道不可，但是我们将会寻找能够让我们对公司的业务更加了解的所有信息。自然，在我们买入股票之后，如果股票市场关闭一年或者两年，那么这对我们没有任何的影响。我们不需要通过我们 100%拥有的喜诗糖果和H · H · 布朗公司的股票每日报价来验证我们的业绩。那么，我们为什么会需要获得 7%的权益归我们所有的可口可乐公司的股票报价呢?

伊索的投资寓言

不考虑税收因素，我们用来对股票和企业进行估价的公式是同样的。确实，对于人们为获得财务收益而购入的资产进行估值的公式，自从大约公元前 600 年被一个聪明绝顶的人（尽管他没有聪明到知道当时是公元前 600 年）首次提出来之后，至今没有任何的变化。

这位先哲就是伊索，而他那不朽的，尽管在某种程度上看是不完善的投资感悟就是："在手一鸟等值于在林二鸟。"为了让这个原则充实起来，你只需要回答三个问题。你有多确定林里有鸟？它们什么时候会出现，又会有几只？没有风险的利率是多少（我们考虑的是投资美国长期债券的收益）？如果你能够回答这三个问题，你就会知道林子的最大价值，以及你现在拥有的需要拿出来交换的鸟的最大数量。而且，当然，你不要按字面的意思想象与鸟有关的情况。要想美元。

伊索的投资寓言因而就扩展并且变成了美元的故事，成为永恒的真理。它适用于在农场、石油特许税、债券、股票、彩票以及生产车间上的支出。而且蒸汽机的出现、对电能的利用，甚至汽车的发明都没有能够让这个公式产生丝毫的改变——就连互联网也不能。只要代入正确的数字，你就可以对整个宇宙中任何可能的资本投入的吸引力作出评价。

诸如红利、价格等与收益或者与账面价值的比率，甚至增长率对估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都没有任何的意义，除非它们能够为现金流入或者流出企业的金额和时间提供线索。确实，如果在项目或者企业开始运行的头几年，其增长需要注入的现金超出了那些资产在后面几年即将产生的收益的贴现值的话，那么这种增长会破坏其价值。那些非常随意地根据“增长”和“价值”来对投资进行对比的市场评论员和投资经理表现出来的是他们的无知，而不是他们的成熟。增长只是价值等式中一个简单的项——大多数时候是增项，有时候是减项。

哎呀，尽管伊索的命题以及第三个变量，即利率的确定是很简单的，但是要填入另外两个变量却是一件困难的工作。使用准确的数据事实上是愚蠢的；确定一个可能的范围是最好的方式。通常，这个范围肯定是相当宽泛的，以至于没有任何可用的结论能够产生。尽管偶尔，甚至非常保守的对未来出现的鸟的数量的估计可能揭示出，与价值相关的报价低得令人震惊。（让我们把这种现象称为IBT——无效森林理论。）可以肯定，投资者需要了解一些企业的经济基本面状况，同时还需要具备独立思考，以及得出有充分依据的正面结论的能力。但是，投资人并不需要卓尔不群的才能，也不需要异常深刻的洞察力。

在另一个极端，会出现很多次这样的情况，连最杰出的投资人都无法掌握判断有多少鸟儿出现的依据，甚至当预测范围非常宽泛的时候也是这样。这种类型的不确定性，常常在考察新的企业和快速变化的产业的时候出现。在这种情况下，任何的资本投入都必须被打上投机的标签。

投机与投资

投机行为所关注的不是一项资产能够产生什么，而是下一个买家愿意为它出什么价，现在，投机既不是违法的、不道德的，也不是非美国式的。但是，它不是查理和我希望玩的游戏。我们什么东西都没有带到这个聚会上，所以我们为什么要期望带点什么回家呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区分投资和投机的界限从来就不是明确的，也不是清晰的，而且当大多数的市场参与者最近都在享受胜利的喜悦的时候，这个界限就变得更加模糊。没有什么东西能够像大量不劳而获的金钱那样让理性沉寂。在经历过那样的陶醉之后，意识正常的人通常就会进入与舞会上的灰姑娘一样的行为模式之中。他们知道，如果在盛宴上逾期逗留，也就是继续对那些由于它们未来可能产生的资金而有着巨额估值的公司进行投机，那他们最终将会面对南瓜和老鼠。但是，他们仍然不愿意错过一场盛宴上的每一分钟。因此，这些肤浅的参与者几乎全部都想在午夜前一秒离开。然而，这里存在一个问题，他们所有人都是在一个墙上的挂钟没有指针的房间里跳舞。去年，我们对普遍的繁荣发表了我们的意见——而且，是的，这个繁荣是非理性的，我们注意到投资人期望的收益已经增加到了有可能实现的水平的好几倍。证据之一来自于佩因·韦伯-盖洛普在 1999 年 12 月所进行的投资人调查，在这份调查中，投资人被问到在今后的十余年间他们应该期望得到多高的年收益率。他们的平均期望值是 19%。可以肯定，这是一个非理性的期望值：对于美国的整体经济来说，在 2009 年的“林子”里不太可能有足够的“鸟儿”来给出这样的回报。

更为不理性的，仍然是市场参与者对企业的很高的估值——几乎可以肯定，这些企业最终只能达到适中的价值水平，甚至没有价值。然而，投资者被高企的股票价格迷住了双眼，对一切都不管不顾，蜂拥而入，投资这些企业。这就像是一些病毒，在投资界的专业人士和业余人士之间疯狂地传播着，并且使之陷入一种幻觉，认为某些行业内的股票价格在支撑它们的企业真实价值的基础上不停地翻番。

这种超现实的场景伴随着有关“价值创造”的大量轻松的言谈。我们不否认，在过去的十多年间，新的或者年轻的公司创造出了巨大的真实价值，而且今后还会有很多这样的情况。但是，任何在其生命周期内亏钱的企业，无论它暂时能够获得的估值有多高，它本身的价值都是在被毁灭，而不是被创造的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些情况下，真正出现的是财富转移，通常是一种大规模的转移。通过针对那些没有鸟儿的林子进行的无耻交易，促销者在最近的几年已经把数十亿美元资金从公众的口袋里转移到了他们的钱包里（并且还转移到他们的朋友和伙伴的钱包里）。事实是，**泡沫市场允许建立泡沫公司、实体，其设计这些公司实体的时候更多考虑的是将投资人的钱拿走，而不是为他们赚钱。**最常见的情况是，公司发起人的首要目标是首发上市，而不是获得利润。实际上，这些公司的“业务模型”一直是那种老式的连锁信模式，很多盯着佣金收入的投资银行家完全就像是急不可耐的邮递员。

但是，一颗大头钉正静静地等待着每一个泡沫。而当两者最终相遇的时候，又一波新的投资者学到了一些古老的教训：首先，华尔街，一个不会鼓励质量控制的地方的许多人会向投资者抛售他们会买的任何东西。其次，**当投机看上去太过容易的时候，这就成了最危险的事情。**

在伯克希尔，我们并不试图选出几个能够从未经验证的企业之海中冒出来的赢家。我们并没有聪明到足以那样做，而且我们也有自知之明。反之，我们尽可能将伊索在 2 600 年前提出的等式应用到那些我们对有多少只鸟在林子里，以及它们什么时候会出现具有合理信心的情形中（这个等式到我孙子那里或许会被更新为“一个可以约到的女孩等同于 5 个名字出现在电话簿上的女孩”）。很显然，我们永远也无法精准地预言现金流入或者流出的时间，也不能预言它们确切的金额。因此，我们尽量作出保守的预估，并且关注那些偶发的意外不大会给企业所有者造成大的伤害的行业。尽管如此，我们还是犯下了很多的错误：请记住，我是这样的一个人，这个人曾经自以为是地相信自己了解邮票交易、纺织业、鞋业和二线的百货公司的未来经济基本面。

我们长期以来一直觉得，从事股票预测的人士存在的唯一价值，就是让算命先生看起来非常厉害而已。就算是现在，查理和我继续相信短线市场预测是毒药，而且应该被锁定在一个安全的地方，远离孩子，也远离那些在市场中表现得像孩子一样的成年人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆讲了一个发生在40年前的故事，描绘了投资专业人士的行为方式为什么会是这样：在一名石油勘探者前往天堂的时候，迎接他的是圣彼得带来的坏消息。"你是完全有资格成为这里的居民的，"圣彼得说，"但是，你已经看到了，这个为石油界人士所建造的小区已经拥挤不堪了。根本没有办法再把你塞进去。"思忖了片刻，这位勘探者问能否让他对目前小区里的这些占有者说句话。这个做法对圣彼得来说，似乎没有什么损害，所以圣彼得同意了。于是这位勘探者把双手合拢成喇叭状，放到嘴边，并且大声说："地狱里发现了石油。"转眼间，小区的大门洞开，所有的石油界人士全部涌出，往下界跑。满脸惊讶的圣彼得邀请这位勘探者搬进小区，并且希望他住得舒服一点。这名勘探者迟疑了一下。"不了，"他说，"我想，我还是跟他们一起去吧。刚才的那个谣言或许还是有些真实的成分呢。"

普通股当然是最有趣的。当条件适宜，也就是当具有良好的经济基本面和优秀的管理层的公司的股价与其内在的商业价值出现较大的偏离时，股票有时候会提供全垒打的机会。但是，我们目前还没有发现能够接近我们的测试标准的股票。不要把这个说法以任何的方式解读成对股票市场的预测：我们对市场在短期、中期或是长期将上涨、下降或者是横盘整理没有进行任何的考虑，而且永远也不会加以考虑。

然而，我们确实知道的是，恐惧和贪婪这两种超级传染病的偶尔暴发，将会在投资界不断地上演。这些传染病的暴发时间是无法预测的。由此产生的市场反常情况持续的时间和出现的程度也同样是无法预测的。因此，我们从来不试图去揣度这两种传染病的出现或者是消失。我们的目标是很实在的：我们只是尽量做到当别人贪婪的时候恐惧，而只有在别人恐惧的时候才贪婪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们怎样看待市场波动

一个智力小测验：如果你计划在你的整个一生当中都吃牛肉汉堡，而你不是一个养牛的人，你是希望牛肉的价格高一点还是低一点？同样，如果你一直都想买辆汽车，但是你不是汽车生产商，你是喜欢汽车的价格高一点还是低一点？这些问题的答案自然是不言而喻的。

但是，现在你面临的是最终的考题：如果你希望在接下来的5年间成为一个净储蓄者，你会希望这一时期的股票市场是上扬还是下挫？很多投资人对这个问题都给出了错误的答案。尽管他们在随后的数年间将成为股票的净买入者，但他们还是会在股票价格涨的时候兴高采烈，而在股票价格跌的时候垂头丧气。现实的情况是，他们高兴是因为他们即将买入的“汉堡”的价格已经涨上去了。这样的反应没有任何的意义。只有那些在不久的将来要出售股权的人才应该在看到股票价格上涨的时候高兴。未来的购买者应该更喜欢走低的价格。

“市场下挫的时候，将股票变现的人遭受损失——但是投资者获利。”尽管写手们通常忘掉了这个真理，但是每一个卖家都对应着一个买家，而且某人受到伤害肯定意味着其他人获得帮助。（就像他们在评论高尔夫球比赛时常说的：“每一杆打出去，都会有人感到高兴。”）

我们从20世纪70年代和80年代很多股票遭遇的低价上赚到了巨额的财富。从这个意义上说，市场对于那些过客般的投资者是敌视的，而对于那些“永久性居民”是友好的。在最近几年，我们在那几十年间所采取的行动已经证实了这一点，但是我们很难发现新的机会。在发挥伯克希尔作为企业“救助者”的作用的过程中，它一直在寻找合理配置资本的途径，但是，在找到真正能够让我们兴奋的机会之前，它可能会需要一些时间。

特德·威廉斯[①]写了一本名为《击球的科学》（*The Science of Hitting*）

① 美国棒球史上最伟大的击球手之一。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的书。在那本书里，他把击球区划分成了77个小格子。他说，如果他只是当球要落在“最佳方格”里时挥棒击球，他可以获得0.400的佳绩；如果在球要落在“最差方格”，即击球区的外部低位角落时击球，他可能打出大约0.225的击球率。所以，他说，生活中所有的事情都是在等待正确的一击。在棒球运动中，如果你已经击出了两个好球，你仍然得猛击，因为已经没有其他的球了。在投资领域，你永远也不用被迫无奈地猛击。现在，如果你挥杆但是没有击中，这只是一次击球，但是如果你等待，等到投手疲惫了，还继续向你扔球，并且最终你看到了一个正好要落入最佳方格的球，那么你会知道要猛击它，而其实你所需要做的，只是在一生当中抓住几次这样的机会。你只需要有几次击球机会，而不需要每天都赶早，上场多挥几次杆，而且对每个球都奋力击打。

巴菲特的《格雷厄姆－多德村的超级投资人》节选

在我们开始这次测试之前，我希望你们想象一次全国性的掷硬币比赛。我们假设明天上午有2.25亿美国人参加，我们要求他们所有人都压注1美元。他们所有人都在清晨走出家门参加这次活动，所有人都猜硬币掷出后会是哪一面朝上。如果猜对了，他们可以从猜错的那些人手里赢得1美元。每天，猜错的人出局，而在次日，剩下的人又将自己在头一天所赢得的赌注全部压上。在第十天的早晨掷到第10次的时候，全美国大约会有22万人把此前10次的结果全部猜对。他们每个人将赢得1 000美元多一点点。

现在，这组人面对这个情况大概应该开始有一点点自我膨胀了，这是人类的本性使然。他们或许会尽力保持谦逊，但是，在各种鸡尾酒会上，他们偶尔会对那些迷人的异性成员炫耀他们的技术，以及他们带给掷硬币领域的真知灼见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假使赢家继续在随后的10天里从输家手里获得回报，那么我们将会看到有215人能够成功地连续猜对20次掷硬币的结果，在这次活动中，他们每个人已经将1美元变成了100万美元多一点。2.25亿美元应该被输掉了，这2.25亿美元也应该被赢回来了。

这个时候，这帮人应该真正失去理智了。他们或许会就“我怎么在20天里通过每天早晨工作30秒将1美元变成100万美元”这个问题著书立说。更为严重的问题可能是，他们或许会开始在全国游历，参加各种有关掷硬币成效的研讨会，用“如果不可能做到，为什么会有我们这215人留下来？”这样的问题来困扰充满质疑精神的教授们。

这个时候，某些商学院的教授或许会非常不礼貌地指出这个事实：如果2.25亿只大猩猩也参与了类似的比赛，其结果也很有可能是同样的——215只自以为是的大猩猩完全猜对20次掷硬币的结果。

然而，我要说，在我们下面要讲到的例子中存在着一些重要的差异。首先，(1) 如果你是按照美国人口分布的大致情况抽取了2.25亿只大猩猩；(2) 如果在20天之后，有215只获胜的大猩猩留下了；(3) 如果你发现其中有40只来自于奥马哈的某家具体的动物园，你应该会非常确定你将有所发现。所以，你或许可能会去询问动物饲养员给它们喂的是什么饲料，它们是否经过什么特别的训练，它们读的是什么书，以及还有谁还知道别的什么。也就是说，如果你发现任何真正特别的成功因素，你或许想看看你是否能够鉴别出那些或许是关键因素的不同寻常的特质。

科学性的探索自然而然地遵循这样的模式。如果你正在试图分析可能导致一种不太常见的癌症，比如说每年在美国发生1 500例的癌症的原因，而且你发现其中的400例出现在蒙大拿的某些矿区小镇，你或许会非常关注那里的水，或者有关的职业，又或者其他的变量。你知道，400个病例出现在一个很小的区域不应该是一个随机的事件。你不一定要知道那些关键性的因素，但是你应该知道去什么地方寻找。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我告诉你们，要确定一个源起，除了考虑地理方面的因素，你还有其他的途径。除了地理上的源起，还存在我所称的“智力”上的源起。我想你们将会发现，在投资世界里，成功的掷硬币者中有一个人数不成比例的群体来自于一个非常小的智力村落，我把这个村落称为格雷厄姆-多德村。一个无法用运气解释的获胜因素可以追溯到这个具体的智力村落里。

可能存在一些甚至会使这个因素变得无足轻重的条件。或许其中的100人只是简单地跟从某个异常具有说服力的名人的做法。当他猜正面朝上的时候，100个追随者自动按照同样的方式猜正面朝上。如果这位领袖人物是最终留下的215人中的一个，那么那100个人的获胜因素来自于同一个智力源起这样一个事实可能就一文不值。你可以简单地通过一个案例来判断另外的100个案例的情况。类似地，我们假设你生活在一个非常强大的父系社会里，而为方便起见，我们还假设美国每个家庭都是由10人组成。我们再假设父系文化如此强势，以至于当头一天2.25亿人参加这个活动的时候，其他的家庭成员都按照父亲的方式进行压注。现在，在第二十天结束的时候，应该有215人胜出，而你还会发现他们只来自于21.5个家庭。某些天真的人士或许会说，这说明了掷硬币的成功存在巨大的遗传因素。但是，这当然根本就没有什么意义，因为它只是意味着这次活动并没有215名个人参与者胜出，只是有21.5个随机分布的家庭胜出而已。

在我想认真研究的成功投资人群体中，存在一个共同的智力家长，本杰明·格雷厄姆。但是，他这个智力家族里的孩子用差异很大的方式来猜他们的“硬币”。他们去了不同的地方，而且买卖不同的股票以及公司，然而他们合并后的记录不能够用这样的事实来解释：他们全部都按照领袖人物的指示来猜硬币。这位家长只是创造了关于在猜硬币活动中作出决定的智力理论，而每个学生按照自己的方式来应用这个理论作出决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来自于格雷厄姆－多德村的投资人共同的智力主旨是这样的：他们在市场上寻找企业的价值和该企业的市场价格偏离点。从本质上说，他们对那些偏离点的利用不是有效市场理论家们所关注的，比如在涉及股票是在周一还是在周四买入，或者股票是在1月买入还是在7月买入等问题的时候。随便提一下，当企业家们购买企业（这正是我们格雷厄姆－多德式投资人通过购买可以流通的股票所希望达到的目的）的时候，我怀疑有多少人会在交易就要发生的那一周或者那一个月的某天才开始考虑他们的购买决定。如果在周一或者是在周五购买整个企业没有什么差别，那我就有疑惑了，为什么理论家们要投入大量的时间和精力去研究在购买同样的这些公司中的一小部分权益的时候会有什么差异呢？不用说，我们的格雷厄姆－多德式投资人不讨论β值、资产定价模型，也不讨论股票所产生回报中的协方差。对于他们来说，这些都没有任何的意义。事实上，他们中的大多数人对于那些术语的定义也不甚了解。这些投资者只是简单地关注两个变量：价格和价值。

我总是觉得如此众多的研究集中在价格和交易量上，充斥着大量的图表，这是非常不可思议的。你能够想象整体买入一个企业的理由仅仅是这个企业的股票价格在上几周被大幅推高了吗？当然，人们对价格和交易量这些变量开展这类研究的原因是，在现在这个信息时代，他们可以获得几乎是无穷的有关这些变量的数据。这些研究不一定需要有任何的实用价值；它们的出现只是简单地因为存在这些数据，而理论家们为学习操控这些数据所需的数学方法已经付出了艰辛的努力。一旦获得了这些方法，人们如果不使用它们，好像就会有一种负罪感，就算这种工作没有任何的实用价值，甚至是产生负的实用价值。正如一位朋友所说的，对于一个手持锤子的人来说，什么东西看起来都像是颗钉子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章 ■ 巴菲特的人生忠告

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我支持为你所喜欢的事情以及你所景仰的人去工作这样一种想法。你随时都能够跟随在可以让你学到东西的某个人的左右，而且你对自己身处的这个组织的感觉非常好，在这样的情况下，你不想取得好的成绩都难。我建议你永远也不要为了下面的这些原因而去做事，比如你虽然认为现在很痛苦，但是你能够在从现在算起的10年之后出人头地，或者你认为你现在已经得到了多少钱，而马上又会得到10倍于现在的钱。因为，如果你今天不喜欢这份工作，那么你或许在从今天算起的10年后也不会喜欢。

——沃伦·巴菲特

查理·罗斯：你永远都在坚持，除了对学生和孩子之外，你不会去发表任何的演讲。你是怎么想的？

沃伦·巴菲特：我所想的就是，在我讲给他们听后，这或许能够改变某些人的命运。我的意思是，当我20岁的时候，我从某个我想要聆听其讲话的人身上学到的东西改变了我的行为。我在74岁的时候听过很多人的演讲，我也希望得到愉悦，但是这不会再给我带来任何的改变。如果我跟50~60岁的人讲话，基本上可以肯定，他们所希望得到的是我的预测，而如果我跟20岁甚至25岁的人讲，他们会问我他们内心中存在的问题。他们真的是会把心事写在脸上的。然后，他们会在事后给我写信，而这就会改变某些人的命运。我想到或许会因为这样而让他们的履历表看上去更好看，或者使他们在进入某一行的过程中得到多一点点的保障。我告诉他们不要等到七老八十了才去做自己想做的事情。这就像要你把你的性能力积攒起来等到老年的时候才用的情况一样。在你对你所做的事情勉为其难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候，为什么要用一生来等待那个关键的时刻呢？

沃伦·巴菲特：是的，我告诉学生，如果你用这样或那样的方法赚到了100万美元，或者1 000亿美元，为了说起来方便，我就说10亿美元吧，有可能你通过做那些你喜欢的事情赚到了10亿美元，也有可能你做了大量你不喜欢的事情，而且与你不喜欢的人共事，以及诸如此类的情况，那么当你离开人世的时候，你的墓碑上写着你到死的时候身价有10亿美元、1亿美元，这又能怎么样？我的意思是，它没有任何的区别。**真正的问题是你活着的时候是怎样生活的。**

沃伦·巴菲特：一名芝加哥大学的研究生有一次问我，我们在课堂上学到的谬误是什么？在商学院把大量的时间花在学习期权定价上是完全没有意义的。你只需要两门课：（1）怎样给一个企业估值；（2）怎么认识股票市场的波动。问题是，导师知道那些公式，而你不知道，所以他们就可以通过教些乱七八糟的东西来打发时间。其实，这些与投资成功没有任何的关系——关键只是以正确的价格购买企业。如果你在上《圣经》研究课，而且你既能够顺着读《圣经》，又能倒着读，还是用四种不同的语言去读，那么你会发现，要告诉所有人怎么归结出十诫来是一件很困难的事情。牧师们需要花大量的时间来布道。**你必须要有一种态度，使你不会受到市场的影响。你需要保持一种心态，而且你需要具有这种态度，让你远离市场影响的困扰。**

查理·芒格：学生们在商学院学习公司财务。他们所学到的知识的全部秘密就是多元化。但是，真正的规则正好相反。“一无所知”的投资者应该实施多元化，然而如果你是一位专家，你这样做就是疯了。投资的目标是找到那种不需要进行多元化也能够确保安全的环境。如果你只是把20%的资金投入毕生难得的机会中，你就不是理性的。我们很少会像自己所希望的那样，有那么多好的买入机会。

问题13（来自于一位想帮助内向学生的老师）：对于那些安静、内向的人，您会提供什么样的建议，以便能够让大家都了解他们，并且使他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢得他们本来就应该得到的认可？

沃伦·巴菲特：过去，只要有需要我发言的课，我都会想方设法避开；如果一定要我讲话，我就浑身不舒服。我报名参加了戴尔·卡耐基的一个课程。我付给了组织者一张100美元的支票，然后我回到家里，取消了支票的兑付。我当时住在奥马哈，最后带着100美元现金给了沃利·基恩。我还是参加了卡耐基的课程，然后我去奥哈马大学开始教书——我心里非常清楚，我必须站在许多人面前讲话。书面和口头的沟通能力占有极其重要的地位——关于口头沟通的技巧传授并不多。如果你能与别人进行很好的沟通，你就具备了很强的优势。要强迫自己进入那些要求你必须锻炼这些能力的场合。这会帮助你在熟悉的人面前开始进行操练。在戴尔·卡耐基的课程中，讲课的人让我们站在桌子上（来演讲）。我可能跑题了。如果你正在帮助内向的人走出自己的世界，那你正在做的是一件非常值得的事情。

问题12（来自德国一名高中学生）：我应该怎样规划我的人生？

沃伦·巴菲特：我们更喜欢回答比较难的问题。（笑声。）

问题12（继续）：如果从头再来，您会做什么？

沃伦·巴菲特：你必须找到你生活中的兴趣所在。我还是会选择同样的工作。我很喜欢这个工作。你在一生当中要是都在梦游，那你是犯下了一个非常严重的错误。除非雪莉·麦克莱恩[①]的说法是正确的，否则你是不会有第二次生命的。我的父亲有一个企业，他的书架上有很多（投资方面的）书，这使我开了窍。这种情况出现在（我看到）《花花公子》之前。如果他是一名牧师，那我就不知道自己是否还会像这样满腔热情了。如果你有义务，你就必须要处理那些现实的问题。我告诉学生们去为自己喜欢的公司或自己崇拜的人工作，这基本上意味着我遇到的大多数MBA学生要成为个体户了。（笑声。）我去为本杰明·格雷厄姆工作。我从来

① Shirley Maclain，一位著名女电影演员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有问过我的薪水。要找到正确的另一半。查理讲过，有一个男人，他花了 20 年去寻找一个完美的女人，并且找到了她。但不幸的是，她也在寻找完美的男人。如果你够幸运，你将会得到幸福，并因此表现得更加出色。开心会使工作变得更加轻松。

查理 · 芒格：如果你在某个方面有天分，而且对此又有很高的热情，你就会做得更好。如果沃伦去跳芭蕾的话，应该没有人会听说过他。

问题 46（来自佛罗里达）：我在佛罗里达的一所社区学院教书，教学生自我投资，财务独立和自由，在竞争中缓慢但是稳定地取胜，互反定律，等等。我还应该做什么？

沃伦 · 巴菲特：（笑着）我已经准备马上雇用你全班的学生了。最重要的投资是对自己的投资。潜在的马力在现实中是很少能够达到的。想象一下你有 16 岁，你的父母打算给你买你看中的那款汽车。但是代价是它将是你一生中拥有的唯一的一辆车。你会选择怎么样继续往下走？当然，你会把使用手册读上 5 遍。你会怎么对待它？你会把它停在停车场，以比正常要求高一倍的频率更换机油，将锈蚀的可能性降到最低，因为你知道它要为你服务一辈子。我告诉学生们，他们只有一个身体和一个大脑，最好按照同样的方式对待它们。在 50 岁或者 60 岁的时候改变习惯是非常困难的事情。学生对身体和大脑进行的任何投资都是有益的，尤其是对大脑的投资。我们在这里不会过度耗费体力来工作。这以一种非常规的方式来给我们报偿。最好的资产是你自身。在相当大的程度上，你能够成为你想成为的人。在我跟大学生们交谈的时候，我叫他们通过“购买”一名同学，在他们一生当中剩下的时间内获得（他或者她的收入）。他们选择的不应该是拥有最高智商的，而应该是效率最高的人选；这是你希望自己成为的类型。这些人很容易与他人合作和相处，慷慨大度，守时，不居功自傲，乐于助人。这些都是你应该养成的习惯。领导人是有效率的，因为人们都希望围着他们转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辛西娅·米利根的采访

巴菲特：人们学到的最多的领导理论来自于他们的父母。每个孩子都希望自己是英雄，但是他们可能会作出错误的选择。最自然的英雄就是父母。孩子们总是模仿他们的父母，而且如果父母们的行为举止适当，孩子们就非常有可能表现出适当的举止。我认为你在学校里通过强调伦理价值所做的一切就是让那些孩子保持在正确轨道上，同时把那些偏离轨道的孩子拉回几个来。

辛西娅：如何评价商业活动中良好的领导技能和道德的价值？

巴菲特：我见过很多两者都不具备但是获得了成功的人士。而且我也见过非常多的具备这两种品质的成功人士；这些人是我所仰慕的，也是我希望与之合作的。诚实是一项非常了不起的策略。对于你是否获得了成功，你会回头看什么？某些事情是你希望做到的，但是如果缺少了你对别人的爱和尊敬，你永远会是一个失败者。这是你一定要获得的东西，这是用钱买不来的。**任何对其他人充满着爱和尊敬的人都不会永远是一个失败者。**

辛西娅：有一名捐款人给了我们100万美元来开立一门道德课程，每一年，他都会问我们，我们是否真的认为这种做法取得了效果。我同意你的说法，通常情况下，参加课程的学生都具有很高的道德水准，但是我们所做的就是将一些在他们的职业生涯中的某些时点上会困扰他们的道德问题展示给他们。我们想让他们理解这些问题，而且也清楚他们能够用他们自己的道德标准来影响他们周围的那些人。你对这种做法是否赞同？

巴菲特：对良好道德标准的简单测试是，当一名相当聪明但是非常不友好的记者要就你的某一行为作出报道，并且将其刊登在第二天的报纸上，让所有的人都看到时，你自己的感受如何。如果这个行为通过了测试，那很好；如果你必须认真地思量一番，那或许就不是你应该做的事情。

辛西娅：我们的理念是，技术是我们课程中每一个元素的组成部分。我们没有电子商务，或者叫电子商业这样的专业。它应该融入所有的课程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中；它改变了会计学，也已经改变了企业的方方面面。

巴菲特：这是一个工具。对于一个即将离开商学院的学生来说，不知道技术怎么影响商业，没有保持与技术进步同步的想法，那他是无法适应工作的。技术手段是商业的未来。这是一个转型中的社会。如果我是从今天才开始学习商业课程，我一定会非常重视对技术相关知识的学习。

辛西娅：你认为MBA学位对于今天的学生来说是一个需要拥有的重要的学位吗？

巴菲特：如果你对商业感兴趣，或者想从事商业领域的工作，那么MBA学位是非常有用的。但是真正重要的，是你根据在课程方面的兴趣带到教室里的那些东西。如果你把学习一门课程，比如会计学看成是一项苦差事，还是一项必须完成的任务，那你就错过了整个游戏。任何的课程都可以是非常精彩的。掌握了会计学，就像掌握了一种新的语言，它能够带来非常多的乐趣。你所秉持的应该是一种探索的态度，你来到这里，而且发现问题。会计学是商业领域的罗塞塔石碑。

经济学是非常有趣的，经济学教科书的第一页描写了人类怎么处理那些无法满足的愿望，并且创造出了各种体系来实现这些愿望。这是一个伟大的成就。其呈现的是这个世界运转方式的真实情况。商业是一个分支，一个能够被理解的分支，它不像黑洞，基本上是你无法看见的，商业活动是日常发生的，而你们正在学习了解世界是怎样运转的。你们都是处在十八九岁的年纪，正在认识这个世界，了解这个伟大的世界是怎样运转的。在20世纪，美国的人均GDP增长了6倍。试想一下，6倍。为什么会出现在美国，为什么没有出现在其他的地方？美国是整个宇宙中很小的一部分，但是是非常重要的一部分，理解这一点，而且认清这个大背景下的所有问题，对于你们今后的生活来说是具有非常重大意义的。

辛西娅：我们在商学院里有3 200名学生，他们刚开始他们的职业之路。你对那些正在为他们的商业生涯作准备的学生有什么建议？

巴菲特：我的建议总体上是尽你所能汲取知识。你不是要去清空你大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脑里的存储空间，所以利用好你所感兴趣的一切事情。你在你的整个人生中永远也不会再有像现在这样的第二次机会了。

辛西娅：我们的学生总是非常希望知道，当你要雇人的时候，你会找什么样的人？你希望寻找哪些具体的品质？

巴菲特：我们寻找三种东西：我们寻找智慧，我们寻找活力，我们寻找毅力。你不需要聪明绝顶，只要具备正常的智力水平。比如说雷·克罗克，他拥有很高的智慧，他把他的智慧与良好的商业原则、他对商业的热情以及他对具体业务的热情很好地结合在一起。每一个学习商业的学生都具有必要的智慧和必要的活力。要将毅力导入你的基因里并不难。处在这个年龄的学生能够很好地作出决策，决定自己在60岁的时候要成为一个什么样的人。如果他们没有毅力，他们就永远也做不到。习惯的链条有时候太坚固，根本无法打破。学生们可以打造他们自己的链条。你只需要选择一个人来崇拜，并且问问自己为什么会崇拜他，通常的情况是他是一个慷慨大度、举止得当、善良友好的人，而且往往是人们争相模仿的那一类人。

为佛罗里达大学MBA学生所作的演讲（2006年9月4日）

我想在你们就要离开这里的时候，用一分钟的时间就你们的未来跟你们谈一谈。因为你们将会学到大量的有关投资的知识，你们所有人都有能力做好这类工作；你们都有做好这个工作所需的智商。你们也都有做好这个工作所需的精力和主动性，否则你们也不会在这里了。你们中的绝大多数人都会成功地实现自己的抱负。但是决定你们能否成功的除了智慧和活力，还有其他的因素。我会花一点时间来讲讲这个问题。事实上，在奥马哈有这么一个人，皮特·基威特，他老是爱这样说，他在雇人的时候会寻找这么三种素质：毅力、智力和精力。而且他说，如果一个人没有头一种素质，那么后两种素质足以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要这个人的命，因为如果没有毅力，你招来的人就会是麻木的，而且是懒惰的。

我想谈谈头一个素质，因为我假定你们拥有了后两个。你们都是二年级的MBA学生，所以你们应该已经熟悉了你们的同学。想象一下，我授予了你们这个权利——你们能够购买一位同学今后所有收益中的10%。你们不能选择那些父亲是富翁的人；你们必须选择一个将凭自己的能力去生活的人。而且我给你们一个小时的思考时间。

你们会对所有人选进行智商测试，而且找出智商最高的人吗？我对这一点表示怀疑。你们会选择学校里成绩最好的那一位吗？你们会选择精力最充沛的人吗？除了（定量的因素），你们将会开始考虑定性的因素，因为每个人都有足够的智商和精力。你们很可能会选择与你们相处最好的那一位，拥有领导素质的那一位，能让其他人保持他们自己兴趣的那一位。他或许会是慷慨大方、诚实、能够对其他拥有自己想法的人赞扬有加的人。他或许拥有各种类型的品质。他或许是班上你们最尊崇的人。那么，我会设个圈套。除了这个人，你们必须看空你们班的一位同学。

这更有趣。我想要看空谁？你们不会选择智商最低的那位，你们会考虑令你们讨厌的人，任性的人，贪婪的人，走捷径的人，有些不诚实的人。

当你们环顾左右，比较这些品质的时候，你们会发现关于它们，存在一个有趣的问题；这个问题不是将橄榄球掷出60码的能力，不是在9.3秒内冲刺100米的能力，也不是成为班上最帅的人。这些都是如果你真的想要拥有，你能够得到的品质。

这些是保证人们的某些行为、性格、特质的素质；这些素质对于这群人来说并不是高不可攀的。而如果你们看看你们排斥的那些品质，那些在其他人身上让你讨厌的品质，那么这些品质中没有哪个是你必须拥有的。你们能够改掉它。你们在你们现在这个年纪改掉它，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要比在我这个年纪容易得多，因为**大多数人的行为是习惯性的。习惯的链条在重到无法打破之前，往往是太轻，轻到人们感觉不到。**关于这一点，不存在任何的问题。我看着那些跟我年龄相仿的人，或者甚至比我年轻20岁的人带有这些自我毁灭的行为模式，而且他们真的因为这些问题陷入了难以自拔的境地之中。

他们走来走去，而且做出那些置他人于不顾的事情。他们不需要这样做，但是由于他们养成的某个具体的习惯，他们几乎无法改变。不过，在你们这个年龄，你们能够养成你们希望具有的任何习惯，任何行为模式。这只是一个简单的你们决定怎么做的问题。

如果你们这样做……本杰明·格雷厄姆环顾身边他尊崇的人，而本杰明·富兰克林在他之前就这样做了。本杰明·格雷厄姆在他很小的时候就这样做了。他认真观察身边他所尊崇的人士，还说："我希望有人尊崇我，那么为什么我不像他们那样表现呢？"而且他发现，像他们那样表现没有什么不可能的。类似地，在另一方面，他为摆脱某些品质也做了同样的事情。我想说，如果你们把那些优秀的品质写下来，认真思考，并且将它们养成习惯，你们就会成为自己一直都想购买其10%的收益的那个人。而最为美妙的是你们已经拥有了你们自己的100%的收益，你们也会继续保持下去。所以，你们也会成为那个人，成为别的任何人。这是一个简短的说教。

这并不能否认州立农场（State Farm）保险公司的故事是美国最伟大的商业故事之一这样一个事实。我一直提议商学院应该研究这个公司的情况，因为它遵循着一条从很多方面讲都与那些学院的教条格格不入的道路，而且取得了巨大的成功。研究反面的证据是一项非常有意义的活动，尽管这不是一个在学习的大本营中总是能够得到热情鼓励的做法。

州立农场保险公司在1922年由一位在45岁进入半退休状态的伊利诺伊农场主创立，目的是对抗那些历史悠久的保险公司，即那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位于纽约、费城和哈特福德的傲慢的机构，它们在资本、声誉以及营业网点上具有压倒性的优势。因为州立农场保险公司是一家互助型公司，所以它的董事会成员和经理人不能成为所有者，而且它在高速增长的那几年里无法进入资本市场。类似地，这家公司从来没有发放股票期权或者令人垂涎的薪水，而这些条件在很多人看来，对于一家想要吸引有能力的经理人并兴旺发达的美国企业是至关重要的。

然而最终，州立农场保险公司使它的所有竞争对手黯然失色。事实上，到 1999 年，这家公司累积的有形资产净值已经超过了除 4 家公司以外的所有美国公司。如果你想了解这是怎么发生的，你可以买一本《来自默纳的农夫》(*The Farmer from Merna*)。

其他的学院和大学现在开始作出反应了。这个学年，我们将有一些访问班级，其规模从 30 名学生到 100 名学生不等，他们分别来自于芝加哥、达特茅斯大学（塔克商学院）、特拉华州、佛罗里达州、印第安纳州、艾奥瓦州、马里兰州、内布拉斯加州、西北拿撒勒大学、宾夕法尼亚大学（沃顿商学院）、斯坦福、田纳西州、得克萨斯州、得克萨斯 A&M 大学、多伦多大学（罗特曼管理学院）、联邦和犹他州。大多数学生是 MBA 报考者，而且他们的素质给我留下了深刻的印象。他们对商业和投资非常有兴趣，但是他们的问题表明，他们中的大多数人还停留在拥有想法的阶段，无法直接赚钱。在与他们会谈之后，我总是感觉非常好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章 管理小幽默

WARREN BUFFETT ON BUSINESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位风姿绰约、仪态万方的美女在一次晚会上悄悄靠近一位首席执行官，从她温润的双唇间轻轻吐出一句话："我可以做任何的事情——任何事情。您只需要告诉我您想怎样。"没有一丝的迟疑，他回答说："重新给我的期权定价。"

——沃伦·巴菲特

某些主要的金融机构经历了令人难以置信的问题，因为它们被那些我在去年的信中所描述的"糟糕的借贷实践"弄得焦头烂额。富国银行的首席执行官约翰·斯顿夫对很多放款人最近的行为作出了恰如其分的评述："很有意思的是，这个行业发明了亏钱的新办法，而过去的那些老办法似乎仍然非常奏效。"

我们的经理人的态度，形象地印证了一位小伙子娶了某位大亨长相平平而且非常不解风情的独生女后所面临的情形。这位父亲在婚礼之后如释重负，他把他的新女婿叫到跟前，并且开始讨论未来的安排：

"孩子，你是我一直梦寐以求，但是一直未能如愿拥有的儿子。这是公司 50%的股权证。从现在开始，你是跟我平起平坐的合伙人了。"

"谢谢老爸。"

"那么，你想管理哪一块业务？销售怎么样？"

"我恐怕没有能力把水卖给在撒哈拉沙漠艰难跋涉的人。"

"那领导人力资源部门如何？"

"我对管人没有一丁点儿的兴趣。"

"没问题，我们的公司里还有大量的其他事务。你喜欢做什么？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“事实上，我对什么都没有兴趣。您为什么不把我的股份全部收购了呢？”

我在公司里的作用可以通过一个有关我的孙女埃米莉，以及去年秋天她的4岁生日晚会的小故事，得到最好的说明。来宾是别的孩子、满怀诚意的亲戚，以及“小丑”比默，他是当地的一名演员，他表演的节目里包括魔术。

这些节目开始的时候，比默让埃米莉帮助他，她需要做的是在“奇异之盒”上方挥动“魔法棒”。绿色的手绢被放进盒子里，埃米莉挥动魔法棒，而比默拿出来的手绢是蓝色的。松散的手绢被放进去，在经过埃米莉充满魔力的挥舞之后，再被拿出来就是打好了节的。在经过4次如此这般的变换，而且是一次比一次精彩的变换之后，埃米莉再也无法自持。她容光焕发，欢天喜地地说：“哈哈，我做这个真的很厉害。”

我们可以确切知道的是，我们的无知，意味着我们必须遵循帕斯卡尔通过他那著名的关于上帝存在的声明所指示的道路。你可能回想得起来，他总结说，由于他不知道答案，他个人的收益与损失的比率就指向了一个肯定的结论。

吉普赛人罗斯·李在一次生日当天宣布：“我拥有我去年拥有过的一切；不过就是所有的东西都短了两英寸而已。”正如表格所表明的，在1987年，我们所有的业务几乎都是在一个积极向上的氛围中成长的。

我们的范例是，有两个正在购物的人，其中年纪较大的一个的购物车撞到了年轻很多的另一个人。年纪较大的这位满怀歉意地解释，他没看到妻子的踪影，一门心思在找她。他新结识的这位朋友告诉他，很凑巧，自己的妻子也走丢了，而且建议说如果他们联合起来寻找这两个女人，效率可能会更高。年纪稍长的这位表示同意，并且询问他的这位新朋友的妻子长什么样。“她是位金发美女，”这位新朋友回答道，“身材好到足以让牧师从彩色玻璃窗那一边破窗而出，而且她身穿白色紧身短裙。那你妻子长什么样呢？”这位年长者毫不迟疑地说：“不管她，我们一起去找你妻子。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打个比方，这个雄心壮志，就是我们希望避免重蹈一对老夫妻的覆辙。这对老夫妻有一段时间没有浪漫的经历了。然而，在他们结束了结婚 50 周年的庆祝晚宴之后，妻子在轻柔的音乐、红酒和烛光的刺激之下，感觉到一种已经久违了的内心的骚动，因而一本正经地建议她的丈夫到楼上去做爱。他思忖了片刻，然后痛苦地回答道："我可以上楼，也可以做爱，但是两件一起做，我做不了。"

在轮到我发言的时候，我给新来的人讲田纳西的团队，以及受人诟病的克莱顿房屋公司（Clayton Homes）。我这样做是本着这样一种精神，就像一个农民手持鸵鸟蛋进入鸡舍，并且训诫这群鸡说："我不是一个喜欢抱怨的人，姑娘们，但是这就是一个小小的关于正在进行的竞争的例子。"迄今为止，我们的新成员还没有给我们带来业务。但是，他们生命中的使命已经清楚地展现在他们的面前了。

所以……"要不是"因为几次有利的机会，我们去年的税前收益应该比我们真正报告出来的少大约 5 亿美元。尽管如此，我们还是很高兴地把额外的部分存起来了。正如杰克 · 本尼有一次在领奖的时候说的："我不应该获得这个荣誉——但是，说起来，我有关节炎，而我也不应该得关节炎的。"

我在几年之前讲给你们听的故事，充分说明了我们在准确预估我们的亏损方面存在的问题：一个人在接到他姐姐的电话，得知他父亲去世的消息的时候，正在欧洲旅行。这个弟弟解释说，他没有办法马上赶回来，但是他的姐姐不用担心葬礼问题，葬礼所需的费用由他全部承担。他回来以后，他的姐姐告诉他葬礼上的服务非常棒，并且拿给了他总计 8 000 美元的账单。他二话不说，结清了全部的账单，但是一个月之后，他收到了殡仪馆寄来的 10 美元的账单。他也支付了这笔钱——然而，一个月之后，他又收到了另外 10 美元的账单。当在随后的一个月里收到第三张 10 美元的账单的时候，这个不知所措的家伙打电话给他姐姐，问这是怎么回事。"啊，"她回答说，"我忘了告诉你。爸爸的墓地是租来的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个变化让我想到了《纽约客》杂志上的一幅漫画，在这幅漫画里，心怀感激的借款人站起来紧握着银行借贷部门领导人的双手，并且动情地说："我真不知道应该怎么来回报您。"

我不情愿掷出这个曲线球，这背后有一个故事。正如你们中有些人应该会知道的，坎迪 · 卡明斯在 1867 年发明了曲线球，并在全国棒球联赛上使用，而且取得了巨大的成就，一个赛季的赢球场次从来没有少于 28 场。然而，这种投球法受到了来自高层的毫不留情的批评，具体说来，这个高层就是查尔斯 · 埃利奥特，当时的哈佛大学校长，他声称："我听说今年我们在哈佛大学赢得了棒球联赛冠军，因为我们有一位掌握了高超的曲线球技术的投手。我还听说，曲线球的目的，就是有意识地欺骗击球手。哈佛大学不做教授欺骗手法的事情。"（我没有进行任何的编造。）

自从我聆听了埃利奥特校长在这个问题上关于道德的教诲之后，我一直小心谨慎地克制对曲线球的使用，其造成的毁灭性打击，很有可能降临到倒霉的击球手头上。而现在，应该是用我的因缘说取代埃利奥特的教条的时候了，而且，也应该是我不需要再压抑自己的时候了。周六的夜晚到公园去为我的制胜之球那威力无比的曲线而惊诧吧。

伍迪 · 艾伦曾经对折中主义为什么能够产生影响进行了解释："作为双性恋者，你真正的优势在于，你在周六晚上约会的机会加倍。"

我们的敞口巨大：我们面对的保单要求我们在一种特定的灾害出现的时候向保单持有人支付 1 亿美元。（现在你该知道为什么我会遭受眼睛疲劳的折磨了：我的眼睛就是因为老盯着天气预报频道看而疲劳的。）

查理不喜欢我把喷气式飞机视为等同于细菌；他认为这是对细菌的诋毁。他认为最气派的旅行方式是乘坐空调大巴，一种只有当票价打折的时候他才会走上去的豪华座驾。我自己对于飞机的态度，可以用被归在圣奥古斯丁名下的祷告词来总结，我敢肯定这些祷告词不是来自于正史——当时他正在谋划离开那种世俗欢娱的生活，去当一名牧师。在智慧与情欲的争斗之中挣扎时，他祈祷："帮帮我，我的主，让我变成童男子——但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我已经不是了。”给这架飞机命名也不是一件容易的事情。一开始我建议将其命名为“查理 · 芒格号”。查理回复说，叫“精神错乱号”。我们最后决定把它命名为“无法抗拒号”。

“我对食物和日常饮食的认识，在我很小的时候就已经无法逆转地形成了。在为庆祝我的 5 岁生日而举行的相当成功的那场晚宴上，我产生了这一认识。在那场晚宴上，我们享用了热狗、汉堡、软饮料、爆米花和冰激凌。”

经理人在考虑会计问题的时候永远也不要忘记亚伯拉罕 · 林肯最喜欢的一则谜语：“如果你把狗的尾巴叫做脚，那么一条狗有几只脚？ ”答案是：“四只，因为把尾巴叫做脚并不能把它变成脚。”这就要求经理人牢记林肯的正确教诲，就算审计师愿意证明尾巴是脚，你自己也必须保持清醒。



“昨天晚上我梦见沃伦 · 巴菲特来找我，而且在我的耳边窃窃私语，但是他讲的全部都是有关性的话题。”

（本图使用得到 www.CartoonStock.com 授权。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录A

沃伦 · 巴菲特：大事记

1930~1931 年

沃伦 · 巴菲特在 1930 年 8 月 30 日出生于内布拉斯加州的奥马哈市，父亲是霍华德 · 巴菲特，母亲是利拉 · 巴菲特。巴菲特崇拜他的父亲，父亲则称巴菲特为“火球”。

巴菲特的父亲是一位股票经纪人，且他失去了在一家倒闭的银行里的工作一年之后，于 1931 年创办了巴菲特–福尔克公司（Buffett-Falk & Company）。他还在 1942~1948 年间以及 1950~1952 年间当选为美国众议院议员。

1936 年

巴菲特的第一笔生意是出售可口可乐。他花 25 美分从巴菲特父子商店（Buffett & Son）这家家庭经营的杂货店中购买 6 瓶可口可乐，然后按每瓶 5 美分出售。

1942 年

巴菲特和他的姐姐按每股 38 美元的价格购买了 6 股城市服务公司（Cities Service）的优先股。价格下跌到每股 27 美元，又反弹到每股 40 美元，这时巴菲特卖出了。几年之后，价格涨到了每股 200 美元以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1943 年

巴菲特首次申报所得税，其中将他的自行车当做工作成本扣除。

1945~1947 年

巴菲特派送报纸《华盛顿邮报》（每个月挣 175 美元）。他和一位高中里的朋友以 350 美元的价格购买了一辆 1928 年产的劳斯莱斯，按每天 35 美元的价格出租。他们还在当地的理发店通过花生零售机和弹子球机做生意。他们以 1 200 美元出售了这家名为威尔逊投币机公司（Wilson Coin-Operated Machine Company）的企业。

巴菲特以 1 200 美元购买了 40 英亩的农田。

巴菲特赚到了 5 000 美元，并且被沃顿商学院录取为一年级新生。

1949~1950 年

巴菲特由于不满意，在他读三年级的时候离开了沃顿商学院，转学到内布拉斯加大学林肯商业管理学院，并在毕业时获得理学学士学位。此时，他的存款为 9 800 美元。

1950 年，巴菲特申请到哈佛商学院就读，但是被拒绝。在了解到本杰明 · 格雷厄姆和戴维 · 多德在哥伦比亚大学的商学院任教的消息后，他转投那里，并被录取。早前在内布拉斯加大学读四年级的时候，他读到过格雷厄姆的书《聪明的投资人》。

他将自己净资产的 3/4 投到 GEICO 这家公司。

1951 年

巴菲特获得了哥伦比亚大学的经济学硕士学位，据说还得到了本杰明 · 格雷厄姆给出的唯一一个 A+ 的成绩。

在替格雷厄姆工作的请求被拒绝后，巴菲特回到了奥马哈，在巴菲特–福尔克公司做了一名股票经纪人。巴菲特参加了戴尔 · 卡耐基的公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

演讲课程，在内布拉斯加大学一个夜校课程中教授“投资原则”。

巴菲特开始与苏珊·汤普森约会。她是巴菲特的妹妹在西北大学的室友。

1952 年

巴菲特和苏珊结婚，并且有了他们的第一个孩子苏茜。

1954 年

本杰明·格雷厄姆以 12 000 美元的报酬给巴菲特提供了一个在他的合伙企业工作的职位。

巴菲特接受了，而且巴菲特和苏珊搬迁到纽约。

巴菲特的第二个孩子霍华德出生。

1956 年

本杰明·格雷厄姆退休，而巴菲特回到了奥马哈。他的个人存款增长到了超过 14 万美元。

巴菲特与 7 名合伙人、朋友和家族成员创立了他的第一个合伙企业，总投资额为 10.5 万美元。巴菲特的投资额是 100 美元。

1957~1969 年

1957 年，巴菲特以 31 500 美元的价格在法纳姆大街购买了他的第一处，而且也是唯一一处住房。

巴菲特的第三个孩子彼得在 1958 年出生。

1959 年，巴菲特和查理·芒格相遇，并且成为终身的朋友和伙伴。

巴菲特建立了几家合伙投资企业，这些企业在 1961 年全部合并成一家。

在 1962 年年初，这家合伙企业有 90 名合伙人，以及 720 万美元的资产，巴菲特拥有其中的 100 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1962 年，巴菲特的合伙企业开始以每股 7.6 美元的价格购买伯克希尔·哈撒韦的股份，不久之后成了最大的股东。

在 1965 年年底，合伙企业拥有 4 400 万美元资产，其中的 680 万美元归巴菲特所有。两年之后，合伙企业拥有 6 500 万美元的资产，其中有 1 000 万美元属于巴菲特。

1967 年，伯克希尔并购国民赔偿公司。

光是对美国运通的这一项投资，就带来了 2 000 万美元的回报。这家公司是在色拉油丑闻传出后以极低的价格被购买的。

1969 年，巴菲特关闭了合伙企业，这个企业当时价值 1 亿美元，他自己的股份价值 2 500 万美元。

巴菲特的合伙企业进行清算。它所分配的资产是伯克希尔·哈撒韦的股票。

1957~1968 年这段时间内，巴菲特有限合伙公司的年均回报为 31.6%。

1970 年

巴菲特的合伙企业现在已经全部完成清算，巴菲特持有伯克希尔的流通股份的 29%。

伯克希尔开始着手购买《华盛顿邮报》。

1971 年

伯克希尔购买了喜诗糖果，这是截至当时它做过的最大的投资。

1973 年

到了 10 月，伯克希尔已经是《华盛顿邮报》的董事会之外最大的股东。

1974 年

在一个正在下挫的股票市场里，巴菲特的个人财富损失了 50%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1976 年

4 月，伯克希尔又把 4 000 万美元投到了 GEICO。

1977~1987 年

1977 年，苏珊搬到了旧金山。她与巴菲特一直没有离婚，而且一直到她于 2004 年去世之前，两人仍然是非常亲密的朋友。一年之后，艾丝翠 · 门克斯与巴菲特开始同居生活。

在“黑色星期一”前 3 天，伯克希尔的股价为每股 3 890 美元，3 天后下跌到每股 3 170 美元。

1983 年，伯克希尔以 5 500 万美元购买了内布拉斯加家具卖场 90%的股权。

1988~1989 年

到 1989 年年初，伯克希尔已经购买了大约 7%的可口可乐股份。

1990 年

伯克希尔购买了更多的富国银行股票，将其所有权的百分比提高到正好低于 10%。

1991~1992 年

巴菲特在所罗门兄弟公司的违规债券交易丑闻曝光后出任临时首席执行官兼董事长。

1993~2001 年

伯克希尔的并购对象包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 赫尔兹伯格钻石商店
- R · C · 威利家居用品店
- 明星家具
- 奶品皇后
- 通用再保险
- 奈特捷

1995 年，伯克希尔以 23 亿美元收购了 GEICO 剩下的 50%的股份。

1995 年，伯克希尔的净收益为 53 亿美元，净收益率为 45.0%。在过去的 31 年间，其每股账面价值从 19 美元涨到了 14 426 美元，换句话说，年度复合增长率为 23.6%。

1996 年，伯克希尔发行了 B 股（价格为 A 股价格的 1/30），主要是为了劝阻那些买不起其 A 股的投资人购买共同基金。

2001 年，伯克希尔因“9 · 11”恐怖袭击造成 22 万亿美元的保险损失。

2002~2007 年

伯克希尔的并购对象包括：

- 嘉朗
- CTB 国际
- 快乐厨师（The Pampered Chef）
- 麦克兰公司
- 克莱顿房屋公司
- 柏林顿实业
- 森林河有限公司
- TTI 有限公司
- 美国造船公司
- 乔丹家具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 美国中部能源控股公司的部分权益
- 本 · 布里奇珠宝
- 贾斯汀精品
- 本杰明 · 穆尔
- 约翰 · 曼维尔
- 米泰克有限公司（MiTek Inc.）
- XTRA 公司
- 鲜果布衣（Fruit of Loom）

2004 年

苏珊因为中风在怀俄明去世。

比尔 · 盖茨当选为伯克希尔 · 哈撒韦的董事。

2005 年

伯克希尔的净值增长了 56 亿美元，使伯克希尔股票的每股账面价值增长了 6.4%。保险业尽管预计会遭受卡特里娜飓风造成的 25 亿美元损失以及丽塔飓风和威尔玛飓风造成的另外 90 亿美元损失，但是总体表现良好。

2006 年

巴菲特宣布将其大部分的财富（大约 370 亿美元）捐赠给比尔和梅琳达 · 盖茨基金会以及其他 4 个家族基金会。这是美国历史上规模最大的捐助。

巴菲特的遗嘱规定了他去世前所持有的所有伯克希尔股票的收益，自他个人的财产被按遗产进行分割后的 10 年内，将被用于慈善目的。

8 月 30 日，在巴菲特的生日到来之际，他娶了艾丝翠 · 门克斯这位与他同居了很长时间的伴侣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年

巴菲特宣布，一项接班人计划已经获得了伯克希尔董事会的批准。

伯克希尔收购了马蒙控股有限公司（Marmon Holdings，Inc.）60%的股权，这家公司原来归杰伊 · 普里茨克家族所有。

2008 年

伯克希尔的资产净值下降了 115 亿美元，致使伯克希尔股票的账面价值减少了 9.6%。在过去的 44 年间，其账面价值已经从每股 19 美元上涨到了每股 70 530 美元，年度复合增长率为 20.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录B

伯克希尔 · 哈撒韦公司：
《所有者手册》，与所有者有关的业务原则
（1999 年 1 月）

编者说明：1996 年 6 月，伯克希尔的董事长沃伦 · 巴菲特向伯克希尔的A级和B级股东发行了一本名为《所有者手册》的小册子。这本手册的目的，是原则性地解释伯克希尔营运的经济原则。这里提供给大家的是经过更新后的版本中的内容。

与所有者相关的业务原则

在 1983 年对蓝筹邮票公司进行并购的时候，我提出了 13 项与所有者相关的业务原则，我认为这会有助于新股东理解我们的管理方法。由于被当做“原则”提出来非常合适，所以所有的这 13 项在今天仍然适用而且发挥着很好的作用，我们就把它们列在这里。

1. 尽管我们的组织形式是有限公司，但我们的态度却是合伙人制。查理 · 芒格和我把我们的股东看成是所有者伙伴，而把我们自己看成是经营者伙伴。（由于我们所持有的股份的规模，不管怎样，我们都是拥有控股权的合作伙伴。）我们没有把公司本身看成是我们的企业资产最终的所有者，而是把公司看成是一个中间机构，通过这个机构，我们的股东拥有这些资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查理和我希望你们看待自己手中的股票时不要想成是单纯地拥有一张价格在每天起起落落的纸片——而且当某些经济或者政治事件让你们感觉到紧张的时候，你们首先想到要卖的就是它。我们希望你们的反应正好相反，也就是把自己看成是一家你们希望无限期共同扶持的公司的部分权益所有者，几乎就像是你们与你们的家庭成员共同拥有农场或者公寓那样的情况。对我们来说，我们不会把伯克希尔的股东看成是一群永远在进进出出的连脸都看不清的人，而是把他们看成是那些为了自己在余生能够生活得幸福而把自己的资金委托给我们的合伙投资人。

各种证据表明，大多数的伯克希尔股东确实认同这种长期合伙人的观念。伯克希尔股票的年度换手率与其他美国大公司股票的年度换手率相比低得多，甚至在把我所拥有的股份排除在外进行计算时也是如此。

事实上，我们的股东对他们的伯克希尔股票所采取的态度，与伯克希尔自己对那些它所投资的公司采取的态度非常类似。比如说作为可口可乐或者美国运通的股东，我们把伯克希尔当成是这两家非凡的公司的一个非执行伙伴，我们通过公司的长期进步，而不是它们的股票价格每个月的变化情况，来衡量我们在其中的投资成功与否。事实上，即使在几年之中这些公司的股票没有交易量，也没有报价，我们也不会有丝毫的担心。如果我们有良好的长期预期，那么短期的价格变化除了能够最大限度地给我们提供有吸引力的价格，使我们有机会增加持股比例之外，对我们没有任何的意义。

2. 与伯克希尔重视所有者利益的导向一致，我们董事中的大多数人都将他们资产净值的大部分投到了公司里。我们是在分享自己创造的成果。

查理的家族把其净资产的90%或者更多投入伯克希尔的股票中；我则是大约投入了99%。另外，我们的很多亲戚，比如我的姐妹和堂兄弟们，也将他们净资产中的很大比例投到了伯克希尔的股票上。

查理和我对这种把鸡蛋放在同一个篮子里的情况非常放心，因为伯克希尔本身拥有范围非常广泛的各种真正杰出的公司。事实上，我们相信伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔在它所拥有的这些公司，无论是其拥有控股地位的公司还是拥有重要参股地位的公司的质量和多元化方面几近无与伦比。

查理和我无法向你们承诺什么样的结果。但是，我们能够保证，无论你们在什么时候选择成为我们的合伙人，你们的金融财富在此之后，将会与我们自己的金融财富同步增长。我们对天价的薪水、期权或者像利剑一样高悬在你们头上的任何其他形式的收益没有任何的兴趣。我们只是在我们的合伙人赚到钱，而且是完全以与其持股比例相称的水平赚到钱的时候，才会想到赚钱。另外，当我做什么傻事的时候，你们也能够从我遭受与我的持股比例相称的损失这个事实中得到稍许的慰藉。

3. 我们的长期经济目标（受制于下面提到的某些限制性条件），是使以每股内在价值为基础的伯克希尔的年度平均收益率实现最大化。我们不会按照其规模来衡量其经济意义和业绩；我们按照每股内在价值的增长来衡量。我们可以肯定，每股内在价值的增长率在未来会减缓——一个极大地扩张后的资本基数会导致这样的情况发生。但是，如果我们的增长率不能超过美国大型企业的平均增长率，我们将会非常失望。

4. 我们偏爱的方式是通过直接拥有能够产生现金流，以及高于平均资本回报的持续收益的多元化企业集团，来实现我们的目标。我们的第二个选择，是拥有类似公司的部分权益，主要通过由我们所持有的保险机构购买可交易的普通股来实现。企业的价格和可获得性，以及对保险资本的要求，决定了任一年度的资本配置安排。

在最近几年，我们已经进行了大量的并购。尽管会存在“枯水”年份，我们还是期望在即将到来的这十多年间能够进行更多的并购，而且我们希望，我们所并购的这些企业都是大企业。如果这些并购能够接近我们在过去所进行并购的质量，伯克希尔将会取得很好的成绩。

我们面临的挑战是像我们产出现金一样，快速地产出创意。从这个方面看，熊市最有可能给我们提供明显的优势。首先，它倾向于在一家公司准备整体出售的时候降低价格。其次，熊市使我们的保险公司以有吸引力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格购买优质企业的少量股票，包括对我们已经持有的企业股票进行加仓这样的做法变得更为容易。再次，某些同样的优质企业，比如可口可乐，一直是它们自己股票的买家，这就意味着它们，同时也包括我们，会从它们能够提供的更为便宜的卖价中获益。

总体来说，伯克希尔以及它的长期股东从一个下挫的股票市场中获得利益，很像是一个普通的食品购买者从下降的食品价格中获益那样的情况。所以，当市场出现随时可见的跳水的情况时，既不要惊慌失措，也不要悲天悯人。对伯克希尔来说，这是一个好消息。

5. 由于我们对企业所有权采取的双管齐下的做法，也由于我们传统的会计原则的制约，合并报告收益相对而言很少体现有关我们的真实经济表现的情况。查理和我作为所有者和经理人，从根本上不注重这些合并后的数字。然而，我们也会向你们报告我们拥有的每个大企业的收益，我们认为这些数据具有重要意义。这些数字，以及我们会提供的有关这些单独的企业的其他信息，应该能够在你们作出有关它们的判断的时候提供全面的帮助。

为了简单地说明这些问题，我们尽量在年度报告里给你们提供这些真正有意义的数字和其他的信息。查理和我对我们的企业做得到底有多好给予了大量的关注，而且我们也努力去理解每家企业所处的运营环境。比如，我们的某家企业是受益于行业所处的顺境还是在面临困境？查理和我需要准确地判断是哪一种情况的可能性更大，并且相应调整我们的期望值。我们也会将我们的结论一并提交给你们。

随着时间的推移，我们所拥有的企业中绝大部分的表现已经超出了我们的预期。但是，有些时候，我们也很失望，我们将尽量以描述那些让人高兴的经历的方式，同样坦率地向你们报告这些企业中存在的问题。我们会使用非常规的方式来展示我们的成就，比如，你们会在我们的年度报告中看到有关保险“浮存金”的内容，这时，我们会尽量解释这些概念，同时说明我们为什么认为这些是重要的。换句话说，我们坚信应该告诉你们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们是怎么想的，使你们不仅能够对伯克希尔所拥有的企业进行估值，也能够评估我们的管理和资本配置方法。

6. 会计结果不影响我们的营运和资本配置方面的决策。当并购成本相近的时候，相较于通过并购获得我们能够报告的 1 美元的收入，我们更喜欢通过并购获得按照标准的会计原则我们无法报告的 2 美元的收入。这是我们常常面对的真实的选择，因为整个企业（其收入完全是可以报告的）通常按照部分权益（其收入在很大程度上是无法报告的）所对应价格的两倍出售。汇总起来，再考虑到时间的推移，我们期望无法报告的收入能够通过资本收益完全反映在我们企业的内在价值里。

我们已经注意到，随着时间的推移，我们的投资对象的收入带给伯克希尔的好处在总体上几乎与其分配给我们的完全一样（因而，这已经被包含在我们正式报告出来的收入里了）。这个令人欣喜的结果出现的原因是，我们的投资对象中的绝大多数都在从事真正优秀的业务，这些业务常常都能够在对多余资本的使用上获得很大的优势，它们既可以将这些资本用于它们的业务之中，也可以回购它们的股票。很显然，我们的投资对象作出的资本配置方面的决策，并不是每一项都能让作为股东的我们获益，但是总体来说，从它们留存下来的每 1 美元中，我们获得了远超出 1 美元的价值。因而我们将透明收入视为能够真实反映我们从运营中获得的年度收益。

7. 我们非常谨慎地使用债务，当我们借款的时候，我们尽量将我们的贷款结构建立在长期固定利率的基础之上。我们为了不让自己的资产负债表中的杠杆率过高，宁愿拒绝某些有意思的机会。这种保守主义已经惩罚了我们的经营成果，但是，考虑到我们对保单持有人、借贷方以及很多将绝大部分的净资产委托给我们照看的股东所负有的责任，这是唯一能够让我们感觉放心的行为。（正如一名印第安纳波利斯 500 汽车大奖赛的冠军所说的：“要想拿到冠军，你就必须第一个撞线。”）

查理和我所应用的金融演算方法，永远也不会允许我们为了得到几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别的回报百分点而牺牲一个晚上的好觉。我永远也不会同意为了追求我的家人和朋友们没有而且也不需要的东西，而甘愿用他们拥有和需要的东西去冒险。

除此之外，伯克希尔拥有两个低成本的没有风险的借贷来源，足以让我们安全地拥有远超出我们的股权资本本身允许我们持有的资产：递延税金以及“浮存金”，后者是我们的保险企业所持有的别人的资金，因为它们在需要就损失进行赔付之前收取了保费。这两条融资渠道的增长一直很快，现在总体规模大约有 680 亿美元。

更加让人高兴的是，迄今为止，这两种融资的方式通常是免费的。递延的税金没有利息。而且只要我们能够使保险销售收支持平，从营运中产生的浮存金的成本就会为零。当然，这两项都不是股权；这些是真正的债务。但是，它们是没有带来强制义务也没有限定到期日的负债。事实上，它们让我们看到了债务的好处——使我们能够利用更多的资产为我们工作，但是我们又不受其他任何的不利因素的影响。

当然，我们没有得到任何的保证，确定以后能够获得我们想要的浮存金而又不需要负担任何的成本。但是，我们觉得，我们达到这个目标的机会，与保险行业中的任何人相比毫不逊色。我们在过去实现过这个目标（尽管你们的董事长犯过很多大错），而且在 1996 年购买 GEICO 也实实在在地提高了我们在未来实现这个目标的可能性。

8. 管理层的“愿望清单”，不会用股东的费用来得到满足。我们的多元化，不会通过以一个忽视了我们的股东的长期经济收益的控制价格，对整个企业进行并购而得以实现。我们只会用你们的钱来做那些我们用自己的钱会做的事，从而使你们获得完全不低于你们在股票市场以直接购买的方式对自己的投资组合进行多元化配置所能够获得的价值。

查理和我只对那些在我们看来能够提升伯克希尔股票的每股内在价值的并购有兴趣。我们的薪水和办公室的规模与伯克希尔的资产负债表的状况永远都没有关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 我们觉得，应该用结果来对良好的愿望定期进行检查。我们对留存收益是否明智的检验方法是，评估在一定时间内留存的每1美元是否为股东贡献了至少1美元的市场价值。迄今为止，这项检验都已经获得通过。我们将继续使用这个方法评估任意5年的情况。由于我们的资产净值规模的增大，要明智地用好留存的收益，就显得越发困难了。

我们继续使企业的表现通过这项检验，但是这样做所面临的挑战已经变得愈加艰难。如果我们一致认为我们不能够用留存收益创造出额外的价值，我们将把这些收益拿出来，让我们的股东自己调用这些资金。

10. 当我们获得的商业价值与我们付出的同样多的时候，我们只会发行普通股。这条规则适用于所有形式的证券发行——不仅包括并购或者股票公开上市，而且还包括股转债、股票期权以及可转换证券。我们不会在与整个企业的价值不相称的基础上，出售你们在公司中拥有的任何小的份额。

当我们在1996年出售B级股票的时候，我们说过伯克希尔的股票没有被低估——而有些人觉得那样的说法很令人震惊。那种反应是没有充分根据的。相反，如果我们在我们的股票被低估的时候发行了股票，人们才应该表现出震惊。在股票公开上市期间明说或者暗示他们的股票被低估的管理层，通常都是在隐瞒真相，或者是在浪费他们现在的股东的金钱：如果经理人有意以每股80美分的价格出售事实上值每股1美元的资产，所有者就遭受了不公正的损失。我们没有在出售B级股票的过程中犯下那种类型的过错，而且我们也永远不会这样做。(然而，我们没有说在出售我们的股票的时候股票被高估，尽管有很多的媒体报道称我们那样说了。)

11. 你们应该完全意识到，查理和我共同秉承这样一个态度，尽管其伤害了我们的财务业绩：无论以什么样的价格，我们对出售伯克希尔所拥有的任何一家优秀企业根本没有任何的兴趣。只要我们对下属企业仍然抱有能够至少产生一些现金的期望，只要我们对它们的经理人与劳工关系感觉良好，我们对出售它们就会感觉非常勉强。我们希望不要再重蹈覆辙，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再犯下引领我们进入表现很差的下属企业的资本配置方面的错误。而且我们极其谨慎地对待这些建议，以使我们的这些下属企业通过大量的资本支出恢复到一个令人满意的盈利水平上。(这些计划是令人目眩的，而且倡导者也是真诚的，但是最终，在一个可怕的行业进行大规模的额外投入，通常导致的都是在险境中求生。）无论如何，金罗美牌式的管理行为（在每一轮放弃最不令人满意的企业）不是我们的风格。与采用那样的行为方式相比，我们更愿意让我们整体的经营成果受到一点点惩罚。

我们继续努力避免金罗美牌式的行为。确实，我们在经过了 20 年的艰苦奋斗之后，终于在 20 世纪 80 年代关闭了我们的纺织业务，但是，那只是因为我们觉得它无法摆脱永无休止的营业亏损。然而，我们没有产生过出售那些能够获得非常高昂价格的企业的想法，也没有完全不考虑放弃那些拖后腿的企业的意思，尽管我们在根治那些导致它们落后的问题方面给予了极大的关注。

12. 在给你们的报告中，我们在评估企业价值的过程中对强调增项和减项给予了同等程度的认真关注。我们的原则是，告诉你们那些如果我们和你们的位置对换，我们会想要知道的商业事实。我们给你们的报告没有隐瞒任何的事实。另外，作为一个拥有大量传媒业务的企业，它无法找到任何的借口在报道我们自己的消息时采用在准确性、公平性、深刻性方面要低于我们的新闻工作者在报道其他人的消息时所达到水平的标准。我们也相信，作为经理人，坦诚同样会使我们受益匪浅：那些在公众场合误导他人的首席执行官，最终会在私下误导他们自己。

在伯克希尔，你们找不出“巨额冲销”的会计操纵手段或者重组费用，也找不出任何的对季度或者年度经营成果的“精心加工”。我们一定会告诉你们每一洞我们打了几杆，永远也不会围绕记分牌进行比赛。当某些数据是非常粗略的“猜测估算”的时候——因为这在进行保险储备的时候是必要的，我们将在我们所采用的方法上尽量做到持续和保守。

我们会采用多种方式与你们沟通。通过年度报告，我会尽量在一份必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须保持合理长度的文件里，向所有的股东提供尽可能多的有价值的信息。我们也尽量在我们公布在网上的季度报告里传递充分、精简但是重要的信息，尽管那些不是我写的（一年一次的独唱就足够了）。我们进行交流的另一个重要的场合，是我们的年度大会，在会上，查理和我很高兴花上5个小时，甚至更多的时间，回答有关伯克希尔的问题。但是，有一种方式的交流我们是做不到的：一对一的沟通。这是不可行的，因为伯克希尔的股东超过30万人。

在我们所有的交流中，我们尽量确保没有哪个单独的股东会占有什么优势：我们不会遵循为分析师或者大股东提供收益“指导”，或者其他有价值信息的通常的做法。我们的目标是让我们所有的所有者在同一时刻获得消息。

13. 尽管我们遵循坦诚的原则，但我们也只会在法律许可的范围内，讨论我们在可买卖证券方面的活动。好的投资想法是稀缺的、有价值的，而且人们会对其产生竞争性的占有意识，购买好产品或者好的企业的想法就是这样的情况。因此，我们在正常的情况下，不会谈论有关我们投资想法的话题。这个禁忌甚至延展到了我们出售了的股票（因为我们可能会再次买入这些股票），以及有谣言错误地认为我们打算买入的股票上。如果我们否认这些报告，但是在其他的场合说“不予评论”，那么，不予评论就变成确认了。

尽管我们继续保持不愿意谈论具体股票的态度，但是我们可以自由地讨论我们的商业和投资理念。我从本杰明·格雷厄姆这位金融史上最伟大的导师的睿智中获得了巨大的收益，而且我相信，将我从他身上学到的东西传承下去是合适的，就算是这样做会给伯克希尔培养出新的、强有力的投资竞争者，而这也正是格雷厄姆的教诲带给他的后果之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个附加原则

14. 在可能的情况下，我们也希望每一位伯克希尔的股东在持有股票期间记录下市值增长或损失，而这是与公司每股内在价值的增长或损失相对应的。为此，伯克希尔股票的内在价值和市场价格的比率应该保持恒定，而我们所偏好的是 1：1 的水平。因为这表示，我们更希望看到伯克希尔的股票价格是处于合理的水平，而不是高水平。很显然，查理和我无法控制伯克希尔的股票价格。但是，通过我们的策略和沟通，我们能够鼓励所有者的那些有根据的理性行为，而这种行为反过来又将产生同样很理性的股票价格。对股票进行高估和低估是同等恶劣的做法，这些做法可能使某些股东失望。然而，我们相信，这给伯克希尔提供了最好的成功机会，使其吸引那些希望从公司的进步，而不是其他伙伴的投资错误中获利的长线投资人。

15. 我们经常将伯克希尔的每股账面价值中的收益与标准普尔 500 指数的表现相比较。随着时间的推移，我们希望超越这根标杆。否则的话，我们的投资人有什么理由需要我们？然而，这种衡量方法具有某些不足，这种情况将在《所有者手册》后面的章节中得以描述。另外，以年度为基础，它现在的重要性也没有过去那么强了。这是因为我们所持有的股权价值虽然仍然倾向于随标准普尔 500 指数变动，但是，其在我们的资产净值中所占的比例与早年比起来已经小了很多。另外，标准普尔 500 指数的收益计算的是全部，而伯克希尔所持股权的收益，是按照 65% 计算的，因为我们要支付联邦税。因此，我们期望在股票市场低迷的年份能够胜过标准普尔 500 指数的表现，而在股票市场强劲上扬的年份不如标准普尔 500 指数的表现。

伯克希尔的经营之道

我认为，我以讨论伯克希尔今天和未来的经营管理来作为结束是合适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。正如我们的头一个与所有者有关的原则告诉你们的，查理和我是伯克希尔的经营者伙伴。但是，我们将这个公司里所有沉重的担子分给了我们下属企业的经理人。事实上，我们的委托几乎接近于放弃：尽管伯克希尔拥有大约24.6万名雇员，但是，在总部工作的只有19人。

查理和我主要参与资本配置决策，以及考虑和提供我们关键的经理人人选。这些经理人中的大多数在离开我们单独去经营他们自己的公司的时候是最高兴的，而且通常情况下，这也是我们离开他们的方式。这样的做法，是让他们全权负责所有的经营决策，并且负责将他们带来的超额的现金送到总部。由于把这些额外的资金交给我们，所以他们也不会因为各种诱惑而分神，毕竟，如果要他们负责使用这些他们的公司需要摆脱的现金，这样或者那样的诱惑就会出现在他们前进的道路上。另外，查理和我所面临的用这些资金投资的可能的机会，要比我们的任何经理人在他们自己的行业里所面临的多得多。

我们的经理人中的大多数本身都很富裕，因而我们能够建立一种鼓励他们选择与伯克希尔一起工作，而不是整天打打高尔夫球或者钓钓鱼的氛围。这就使得我们需要公平地对待他们，而且要以如果双方的位置调换过来，我们所希望看到的方式对待他们。

至于资本的配置，这是让查理和我两个人都乐此不疲的事情，而且我们也已经获得了某些有用的经验。总体来说，灰白的头发在这个运动场里不会让你受到伤害：你不需要良好的手眼协调性，也不用靠满身的肌肉来推动金钱（感谢上苍）。只要我们的大脑能够继续有效地工作，查理和我就能够继续保持我们过去一贯的工作状态。

当我去世之后，伯克希尔的所有权结构会发生变化，但是不是以一种毁灭性的方式出现：我们的股票不会有一股因为需要履行我遗嘱中的任何现金要求，或者因为税收方面的原因而被出售。我的其他资产将可以满足这方面的需求。所有伯克希尔的股票将会被留给基金会，这个基金会将会在若干年里大致均衡地分批接管这些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我死后，巴菲特家族将不会参与到公司的经营管理中，但是，作为持有巨额股份的股东，我的家族将帮助选拔和监督经理人。至于这些经理人是谁，这当然要取决于我何时去世。但是，我可以预测管理结构的情况：从根本上看，我的工作将分成两部分。一名管理人员将成为首席执行官，并且负责运营管理。投资方面的责任将被赋予另一个或者多个管理人员。如果出现新的并购机会，这些管理人员将合作进行必要的决策，当然前提是要得到董事会的批准。我们将继续培育一个非凡的以股东利益为导向的董事会，它的利益将坚定地与你们的利益保持一致。

如果我们需要马上进入我刚才所描绘的管理结构，我们的董事们知道我对两个职位上的人选的建议。所有的候选者目前要不正在为伯克希尔工作，要不就是马上可以到岗为伯克希尔工作，而且他们都是我完全信任的人。

我将继续让董事们了解关于继任者的问题。由于伯克希尔的股票实际上构成了我整个的资产，而且在我死后也将在一定的时间内在各种基金会里占有类似的份额，你们完全可以相信，董事们和我已经很谨慎地考虑了继任者的问题，而且我们都已经作好了充分的准备。你们也完全可以相信，我们迄今为止在经营伯克希尔时所采用的原则，将继续指导继承我的事业的经理人，而且我们异常强大和完善的文化将完整地得到延续。

为了不在这种病态的氛围中结束讨论，我也希望向你们保证，我的精神状态从来也没有像现在这么好过。我热爱经营伯克希尔这项事业，而且，如果热爱生活能够让人延年益寿的话，那么玛士撒拉[①] 的纪录就岌岌可危了。

---

① Methuselah，《圣经 · 创世纪》中的人物，据传享年 965 岁，这里指非常高寿的人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录C

伯克希尔·哈撒韦公司：业务管理与道德规范

A.适用范围

本业务管理及道德规范适用于伯克希尔·哈撒韦公司的所有董事、管理人员及雇员，以及伯克希尔·哈撒韦所有下属企业的董事、管理人员及雇员。特此将所有这些董事、管理人员和雇员总称为“涵盖各方”。另外，特此将伯克希尔·哈撒韦以及其下属企业总称为“公司”。

B.目的

公司因其在管理业务方面的价值观而自豪。它一直都，而且还将继续倡导在各种类型的交易和交往中最高的商业道德水准，以及个人诚信。为此，本业务管理及道德规范要求：(1）强调公司对道德的承诺以及对法律的遵守；(2）制定符合道德和法律的行为的基本标准；(3）针对已知的或者有嫌疑的违反道德或者法律的事件提供报告机制；(4）帮助预防并监督不道德行为。

考虑到公司的业务中可能产生的道德问题的差异性及复杂性，本业务管理和道德规范只是提供大致的指南。在面临道德上没有明确界限的情况时，涵盖各方应该谨记公司对最高道德水准的承诺，并寻求主管人员、经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人或者其他合适的人员的建议，确保所有人代表公司所采取的所有行动符合这个承诺。如果有疑问，请记住沃伦·巴菲特的直觉原则：

"……我要求雇员问问自己，他们是否愿意有任何可能出现的行为被一位见多识广而且尖刻的记者报道，并且该报道出现在第二天的当地报纸头版，让他们的配偶、孩子和朋友读到。"

C. 道德标准

1. 利益冲突

当个人利益以任何方式妨碍公司利益时，利益冲突就产生了。当某一涵盖方采取行动，或者拥有某种利益，而这种情况会使他或者她很难客观有效地履行其在公司的工作中的职责的时候，冲突就出现了。当某一涵盖方，或者他或她的家庭成员由于他或她在公司中的职务收取了不恰当的好处，利益冲突也会出现。贷款给涵盖各方及其家庭成员，或者为其提供债务担保的行为，仍然会产生利益冲突。对于某一涵盖方而言，同时在为竞争对手、客户或者供应商工作，几乎总是会使其处于利益冲突之中。

利益冲突并不总是一目了然的，所以，如果你有疑问，你应该咨询你的主管人员或经理人，或者如果有必要，咨询公司的首席财务官或首席法务官。任何涵盖方只要意识到冲突或者潜在的冲突存在，就应该报告主管人员、经理人或其他合适的个人，或者参照本规范E节中所规定的程序去处理。

公司的所有董事和高级官员，以及伯克希尔·哈撒韦下属企业的首席执行官和首席财务官，需要向公司审计委员会主席披露所有的他们有理由认为会产生此类冲突的实质性交易或者关系。在此类行动获得审计委员会批准之前，不得采取与此类交易或者利益方有关的任何行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 企业机会

涵盖各方不得在获得公司董事会同意之前，私自利用通过使用公司资产、信息或者某种地位所发现的机会。任何涵盖方不得使用公司资产、信息和某种地位获取不合理的个人收益，而且任何雇员不得与公司直接或者间接竞争。涵盖各方有义务在任何可能的情况下帮助公司提高其合法的收益。

3. 公平交易

涵盖各方在任何时候面对任何人行事时，都应该秉持诚实和合乎道德的原则。他们的行为应该充满真诚的善意以及适度的关切，而且只参与公平和公开的竞争，以合乎道德的方式对待竞争者、供应商、客户以及同事。窃取专利信息、拥有未经所有者同意而获取的商业机密，或者引诱其他公司过去或目前的雇员披露此类信息，都是被严格禁止的行为。任何涵盖方都不得通过操纵数据、隐瞒事实、滥用保密信息、歪曲根本性的事实或者其他不公平的做法来获得对其他任何人而言不公平的优势。

在商业交往中进行业务招待和赠送礼品，是为了建立善意和良好的工作关系，而不是为了赢得对客户而言不公平的优势。除非是在下列情况下，否则涵盖方及其家庭成员不得接受或者提供礼品和招待：（1）符合传统的商业做法；（2）不超出价值观底线；（3）不能够被归类为收受或提供贿赂或者报酬；（4）不违反任何的法律和法规。涵盖各方提供或者接受礼金，是被严格禁止的。对于涵盖各方认为可能不合适的任何礼物或者别人提出的礼物，他们应该与他们的主管人员、经理人或者其他合适的人员商议。

4. 内幕交易

能够接近保密信息的涵盖各方不得出于股票交易或者其他除公司业务管理外的任何目的使用或者分享这些信息。公司的所有非公开信息都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该被看成是机密信息。在掌握实质性的、非公开的信息的同时交易伯克希尔·哈撒韦的股票永远都是违规行为，将这类信息告诉或者“透露给”他人，也是违规行为。

5. 保密

涵盖各方必须对委托他们保密的信息严守秘密，除非是获得了公司内合适的法务官员的批准进行披露，或者是按照法律或者规定的要求进行披露。保密信息包括所有如果被披露，就可能被竞争对手利用，或者会对公司或客户造成伤害的非公开信息。保密信息也包括供应商以及客户委托公司保密的信息。严守保密信息的义务，甚至在雇佣关系解除后也依然保留。

6. 保护及合理使用公司资产

涵盖各方应该努力保护公司资产，并确保这些资产的有效使用。偷盗、粗心大意以及浪费，都会对公司的盈利造成直接的影响。任何被怀疑为欺诈或者偷盗的事故，必须马上被报告给公司，以便公司进行调查。公司的设备不得用于非公司事务，然而，个人偶尔使用它们是被允许的。

涵盖各方保护公司资产的义务包括保护专利信息。专利信息包括知识产权，比如商业机密、专利、商标以及版权，也包括商业、营销以及服务计划，工程以及生产方面的想法，还有设计、数据库、记录、工资信息以及任何未公布的财务数据和报告。未经授权即使用或者发布这些信息便是违反了公司的规定。这种做法同时也是违法的，会导致民事或者刑事惩处。

7. 符合法律、条例和法规的要求

不仅在书面上，而且在精神上遵守法律，是公司道德标准建构的根本基石。在管理公司业务的过程中，涵盖各方必须遵守适用的美国各级政府的法律、条例和法规，以及与公司有业务关系的所有非美国司法管辖领域的法律、条例和法规。尽管不是所有涵盖方都能够了解这些法律的细节，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是对于适用的地方、州、国家法律有足够的认识，以决定什么时候去寻求来自主管人员、经理人或者其他合适的人士的建议，是非常重要的。

8. 及时且真实的公开披露

在公司提交给美国证券交易委员会以及其他监管机构的报告和文件中，还有在其他由公司进行的公开宣传中，参与此类报告和文件准备的涵盖各方（包括那些参与财务报告或者其他报告以及包含在这些报告和文件中的信息的准备工作的人）应该保证信息披露是完整的、公平的、准确的、及时的以及可以理解的。在必要的时候，这些涵盖方应该提供完整而且准确的财务以及会计数据，作为此类披露信息。他们不得有意识地隐瞒或者篡改信息，曲解根本性的事实或者省略某些在避免误导公司的独立公共审计师或者投资人方面必需的根本性事实。

9. 显著的会计缺陷

首席执行官以及每个高级财务官员在了解下列情况时，必须马上向审计委员会报告：(1) 在财务报告内部控制的设计和运行中存在严重的缺陷，可能对公司记录、处理、总结和报告财务数据的能力产生负面影响；(2) 存在任何的欺诈，无论是否实质性的，其涉及在公司的财务报告、对财务报告的披露或者内部控制方面具有重要作用的管理层或者其他的雇员。

D. 责任免除

针对管理人员或者董事的任何涉及本规范的免责决定，只能由公司董事会或者其审计委员会作出，并且将按照法律或者股票交易规则的要求马上得到披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

E. 违反道德标准

1. 报告已知的或者疑似的违规行为

公司的董事、首席执行官、高级财务官员以及首席法务官将向公司的审计委员会主席及时报告任何已知的或者疑似的违反本规范的行为。所有的其他涵盖方应该将已知的或者疑似的违法或者不道德的行为报告给主管人员、经理人或者其他合适的人士。这些涵盖方也可以按照这样的方式报告存在问题的行为：他们可以通过电话向被称为“环球规范”（Global Compliance）的第三方组织发出他们有关会计、内部会计控制或者审计问题的抱怨（如果希望，可以匿名）。对出于善意的这种报告，任何人不得采取任何的报复行动。公司的审计委员会将严格执行该禁令。

2. 违规责任

如果公司的审计委员会或其派出的人士认定已经有人违反本规范，或者是直接故意瞒报违规情况，又或者是保留有关违规情况的信息，违规的涵盖方就会得到有关违规的纪律的惩罚，最严重的惩罚包括降职或者解职。这些惩罚可能是对牵涉到的个人发出书面通知，告知其违规已经成立，并由审计委员会对其进行谴责和处理：降职或者重新分配工作、停职不停薪，甚至停职停薪停福利。违反本规范，也会造成违犯法律，而且可能导致对冒犯法律的涵盖方以及公司的刑事处罚和民事责任追究。涵盖各方都必须配合对不当行为的内部调查工作。

F. 遵循程序

我们必须共同努力，齐心协力保证对违反本规范的行为采取迅捷而连续的行动。然而，在某些情形下，要想知道违规是否发生，是一件困难的事情。因为我们无法预期可能出现的每一种状况，所以重要的是我们要有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接近新问题或者解决新困难的办法。下面这些是你们要时刻牢记在心的步骤：

- **确定你掌握所有的事实。** 为了能够得到正确的解决方案，我们必须尽可能了解更多的情况。
- **问自己：我应该去做什么具体的事情？** 这个事情看起来不道德或者不合适吗？利用你的判断和常识。如果某些问题似乎不道德或者不恰当，那么它们或许就是这样。
- **明确你的责任和作用。** 在大多数情况下，责任是人们共同分担的。你的同事知道此事吗？让其他人参与并且讨论问题可能会有帮助。
- **与你的主管讨论问题。** 这是在所有情况下人们可能都会需要的最基本指导。在很多情况下，你的主管对这些问题应该了解得更多，而且他或者她会因为作为决策程序的组成部分被咨询而感到高兴。
- **从公司的渠道寻求帮助。** 在很少的情况下，与你的主管讨论这个问题或许会不合适或者令人不舒服，或者，你相信你的主管给你的是一个不合适的答案，那么这时就请就近与你的办公室经理或者你的人力资源经理讨论一下。
- **以保密的形式报告违反道德规范的行为，你可以不用担心遭到报复。** 如果你的处境需要你的身份得到保密，你的匿名权将在符合公司法律义务的前提下得到最大限度的满足。公司在任何情形下都将禁止对那些善意地报告违反道德规范的情况的人进行任何类型的报复。
- **先问，后行动。** 如果你不确定在某种情况下该怎么做，那么在采取行动之前先寻求指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录D

于2008年7月23日给伯克希尔·哈撒韦经理人的备忘录

伯克希尔·哈撒韦公司
地址：内布拉斯加州奥马哈市基威特广场
电话：(402) 346-1400
传真：(402) 346-0476

备忘录

致：　伯克希尔·哈撒韦经理人员（“全明星”）
抄送：伯克希尔各位董事
自：　沃伦·巴菲特
日期：2008年7月23日

这是我每两年一次例行发出的再次强调伯克希尔最优先的问题，并且就继任者计划寻求获得你们帮助的函。

最优先的问题是，我们大家都要坚持不懈地、满腔热情地捍卫伯克希尔的名誉。我们做不到尽善尽美，但是我们会全力以赴。正如我20多年来在这些备忘录里一直在说的：“我们能够经得起金钱上的损失——甚至是大量的金钱损失。但是，我们经不起名誉上的损失——甚至是一丝一毫的名誉损失。”我们必须坚持不懈地按照这样的标准来衡量我们的每一个行动：这一行动不仅应当是合法的，而且也要保证当我们看到它由一位不友好但是聪明的记者采写并发表在国家级报纸头版上时会感到高兴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候，你们的伙伴会说“每个人都这样干。”如果这是为一个商业行为所作的主要的辩解，那么这个理由几乎总是很糟糕的。在评估一项决策是否合乎道德时，这是完全不能够让人接受的。无论什么时候，如果有人把这句话当做理由，他们真实的用意都是想说，他们无法拿出好的理由来。如果有人拿出这样的解释，那就告诉他们试着对记者或者法官去说说看，然后看看他们凭借这个借口能走多远。

如果你们见到任何正当性和合法性让你们很踌躇的事情，请一定给我打个电话。然而，很可能出现的情况是，如果某个具体行动的方针引起了你们内心的踌躇，那么几乎可以肯定，你们是应该放弃了。在球场的中央有大量的金钱可赚。如果你们对某些行动是否接近底线存在疑问，那就假设它已经出界并且忘掉它。

作为一个引申，如果存在任何重大的坏消息，请马上让我知道。我能够处理坏消息，但是我不喜欢在它已经“化脓”了一段时间之后再来处理。不愿意马上面对坏消息所导致的就是在所罗门出现的，一个本来可以很容易得到解决的问题转化成了几乎造成一个拥有 8 000 名雇员的公司倒闭的麻烦。

在其他的方面，按照你们的愿望尽可能少或者尽可能多地告诉我将要出现的情况。你们中的每一个人在用你们自己独特的风格管理你们的企业方面的表现都是一流的，而且你们也用不着我帮忙。你们需要跟我澄清的唯一的事项，是退休后的任何福利变化，以及任何不寻常的大规模资本支出和并购。

在有关继任者（是你们的，不是我的继任者）的问题上，我需要你们的帮助。我不想看到你们中的任何人退休，而且我希望你们都活到 100 岁。（对查理来说，是 110 岁）。但是，万一你们做不到，请给我写封信，提出你们的建议——如果你们在一夜之间丧失了行为能力，第二天一早谁可以取代你们。这些信件除了我之外，不会被其他任何人看见，等我不再是首席执行官的时候，我的继任者将会需要这些信息。请好好总结你们的候选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的优点与缺点，包括排在首位的候任者，以及你们希望纳入考虑的其他的候选人。你们中的大多数人在过去参加过这些练习，而且有些人也已经口头提过自己的建议。然而，对我来说，定期进行更新是很重要的工作，而且，既然我们已经增加了这么多的公事，我就需要以书面的形式了解你们的想法，而不是让我一天到晚把它们记在脑子里。当然，有几家公司是由你们中的两个或者更多的人管理，比如布朗金家族、布里奇家族、应用保险公司（Applied Underwriters）的两位管理者等，在这样的情况下，就请忘掉这个事情。你们的信可以很短，可以是非正式的，可以是手写的，等等。只需注明“给沃伦的私人函件”即可。

感谢你们在所有这些问题上所提供的帮助。也感谢你们以自己的方式经营管理你们的企业。

附加的请求

另外，我有一个小小的请求：请为我回绝所有的演讲、捐助、与比尔和梅琳达·盖茨基金会有关的陈情等。有时候，这些要求你们当中间人的请求将会伴随“问问又无伤大雅”的说法。如果你们就简单地说“不行”，那么我们双方都会更好办一些。作为一个附加的请求，不要建议他们给我写信或者给我打电话。想象一下我定期会听说“我认为他会对这个建议感兴趣”，而这发生在76家公司身上，你们就能够理解为什么坚定而且快速地说“不行”会更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录E

伯克希尔 · 哈撒韦公司治理准则
（于2006年2月27日修订）

董事会采用如下准则促进公司的有效治理。董事会也将在确实有必要或者合适的时候审查并修订这些准则。

董事会代表公司的股东负责监督公司业务及其他事务的管理。董事会为公司的最终决策机构，但是在按照特拉华州的法律要求需要由股东决定或者共同参与的事务上除外。

1. 董事任职资格

在选择董事的时候，公司将寻找那些自己或者家族拥有大量的公司股票的人士。这样的人士还必须拥有高度的诚信、商业智慧，以投资人利益为导向以及对公司怀有真正的兴趣。公司选举出的董事中，独立董事必须占绝对多数。本指导原则所指的“独立董事”是指那些符合《纽约证券交易所上市公司手册》第303A节所公布的标准的独立董事。董事会对董事任职的届数不作限制。董事会中没有可能限制董事被提名再次当选的可能性的任何退休或者任期方面的规定。公司治理、薪酬和提名委员会负责对即将经过选举就任或者经过再选举连任的董事进行提名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 董事会的规模及专门委员会

董事会目前拥有11名成员（两名执行董事、两名非执行但是并不独立的董事以及7名独立董事）。按照公司治理的实施细则，董事会有权改变其规模，董事会将定期对其规模是否合适进行检查。董事会设3个专门委员会：(1) 审计委员会；(2) 公司治理、薪酬和提名委员会；(3) 行政委员会。审计以及公司治理、薪酬和提名委员会主要由独立董事组成。董事会可以按照需要或者合理的原则，随时设立并维持另外的或者不同的委员会。

3. 董事选举投票

得到“反对”票数多于“支持”票数的无竞争选举（也就是提名人数不超过当选董事人数的选举）中的董事提名人，在得到股东投票确认后，须马上向董事会提出辞呈，董事会将按照下列程序给予考虑。所有这些程序必须在股东投票确认之后的90天内完成。

合格的独立董事（相关规定见后文）需要评估公司及其股东的最大利益，并且代表董事会决定对被提交的辞呈采取什么行动，这个决定可以包括：(1) 接受辞呈；(2) 保留董事职务但是提出合格的独立董事认定的这些反对票出现的根本原因；(3) 就该董事不会在未来的选举中再次获得提名作出决议；(4) 退回辞呈。

在作出决策的过程中，合格的独立董事需要考虑所有的肯定会与之相关的因素，包括：(1) 股东投票反对该董事的任何明显的理由；(2) 针对反对票出现的根本原因的任何补救途径；(3) 董事的任期；(4) 董事的资格；(5) 董事过去及未来可能给公司作出的贡献；(6) 董事会的总体构成，包括接受该辞呈是否会导致公司无法满足美国证券交易委员会或纽约证券交易所的任何要求。

董事会作出决定后，公司须马上在上报美国证券交易委员会的关于董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会是否接受该辞呈的决议文件中公开披露相关决定。披露内容也将包括对怎么作出决定的说明，以及如果适用的话，拒绝辞呈的所有理由。

按照这第3节的规定需要提出辞呈的董事，不出席对是否接受他或者她的辞呈进行的审议或者投票，除非按照下面的规定，辞呈由其他董事按照这第3节的规定提出。在投票之前，合格的独立董事将给受到影响的董事一次机会，提供他或者她认为有关联的任何的信息或者声明。

考虑到这第3节的目的，“合格的独立董事”的含义是指如下内容。

（a）符合下列条件的所有董事：（1）是独立董事（符合《纽约证券交易所关联规则》的规定）；（2）按照这第3节的规定不需要提出辞呈。

（b）如果当时出席董事会的独立董事中按照这第3节的规定不需要提出辞呈的少于3位，那么，合格的独立董事所指的将是所有的独立董事，而且每位按照这第3节的规定需要提出辞呈的独立董事将只凭他或者她的个人辞呈，就可以使自己回避审议和投票。上述程序将在公司年度股东大会的代理声明中得到汇总和披露。

4. 董事的责任

董事的基本责任是运用他们的商业判断力，按照他们有理由相信的符合公司及其股东最大利益的方式行事，并且凭借他们的职责和忠诚，规范自己的行为。董事需要参加董事会会议以及他们所服务的专门委员会的会议，并且花费履行他们的董事职责所需的时间，包括参加按照所需频度举行的会议，以便合理履行那些职责。董事还需要提前审阅董事会会议和他们所服务的专门委员会会议的材料。

5. 董事与管理层及咨询专家的接触

每位董事都可以自由地广泛接触公司及其下属企业的管理者及雇员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会及其专门委员会有权在他们认为必要时雇用独立的法务、财务或者其他方面的咨询专家，而无须提前通知或者获得公司任何高层的批准。

6. 董事会会议

董事长负责提出每次董事会会议的议程。每位董事都可以自由地提出该议程中包含的事项，并且可以在任何一次董事会会议上提出该会议议程没有涉及的议题。每年，董事会至少会对公司的长期规划，以及公司在未来将面对的重大问题进行一次梳理。

7. 行政闭门会议

非执行董事按照日常的规定举行行政闭门会议（也就是没有参与公司管理工作的董事参加的会议）。独立董事每年也至少举行一次单独的只有他们参加的行政闭门会议。每次行政闭门会议的主席由参加会议的董事选出。

8. 董事薪酬

只有那些既不是公司或其下属企业的雇员，也不是公司雇员配偶的董事，才可以从他们为董事会提供的服务中获得报酬。董事津贴是名义上的，而且不得马上兑现。董事薪酬的金额和形式的变更由董事会全体成员决定，同时须考虑到公司的政策，保证这些费用不会对任何为公司服务的董事产生任何的影响。董事会严格审核董事可能直接或者间接从公司获取的任何款项，同时也包括捐给与董事有关的组织的慈善捐款，以判断该董事是否独立。公司不为其董事和管理层购买董事和管理层责任保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 定向培训及继续教育

所有的新董事都将接受来自首席执行官的定向培训，以期在担负其董事职责所需技能上保持必要水准。公司不设任何正式的定向培训或者继续教育计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录F

内在价值

现在，让我们关注我以前提到过，而且你们将会在以后的年度报告中看到的一个提法。

内在价值是一个最重要的概念，它提供了唯一符合逻辑的用于评估投资和企业的吸引力的方法。关于内在价值，我们可以简单地这样定义：它是一家企业在其生存期内能够创造的现金的现值。

然而，内在价值的计算并不是如此简单。正如我们的定义所说的，内在价值是一个预估的数字，而不是一个精确的数字，而且如果利息变化，或者关于未来现金流的预测得到了修正，那么关于它的预测必须变更。另外，两个人看待同样一系列事实（这也适用于查理和我），几乎不可避免地会导致内在价值数据至少是存在些微差别。这就是我们从来不向你们提供我们对内在价值的预估值的理由。然而，我们的年度报告里所提供的，就是我们自己用于计算这个值的数据。

与此同时，我们经常报告我们的每股账面价值，这是一个比较容易计算的数字，尽管它是一个用途有限的数字。这些限制不是来自于我们持有的可交易的股票，这些股票以它们的当前价格被记录在我们的账簿上。相反，账面价值的不足之处与我们控制的公司有很大关系，它们被记录在我们的账簿上的价值可能与其内在价值具有天壤之别。

这种悬殊的差异可能指向两个不同的方向。比如，在 1964 年，我们有确凿的证据表明伯克希尔的每股账面价值是 19.46 美元。然而，该数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极大地高估了公司的内在价值，因为公司所有的资源都困在了一个盈利能力不高的纺织行业里。我们在纺织行业中的资产既没有持续盈利能力，又没有等同于其账面价值的并购价值。然而今天，伯克希尔的处境出现了翻天覆地的变化：现在，我们记录的账面价值与伯克希尔的内在价值相比出现了很大程度的低估，这一点千真万确，因为我们控制的很多公司的内在价值要远高于它们的账面价值。

尽管这些数据并不充分，但我们还是向你们提供伯克希尔的账面价值数据，因为它们在今天可以被当做是粗略的对伯克希尔内在价值的衡量依据——虽然它们出现了明显低估。换句话说，在很多具体的年份里，账面价值变动的百分比合理地接近于该年份的内在价值的变化情况。

通过一个具体的投资形式，比如大学教育，你能够得到关于账面价值和内在价值区别的一些领悟。把教育成本想象成其“账面价值”。说起准确确定这个成本，它应该包括一个学生因为选择了上大学而不是工作所错过的收入。

为了进行这个练习，我们将忽略教育带来的非经济利益，而只关注其经济价值。首先，我们必须预估这名学生毕业后在他的整个一生当中所获得的收入，并且从这个数字中扣除如果他不选择这个教育机会，他应该能够获得的估算出来的收入。这样做的结果是会给我们提供出一个收入的差额，我们必须退回到大学教育开始的那天，按合理的利率对这个值进行贴现。那么，我们得出的结果就等于大学教育的内在价值。

某些毕业生会发现，他们的大学教育的账面价值超过了内在价值，这就意味着那些为教育支出的人没有得到高于支出的价值。在另外的情况下，大学教育的内在价值要远远超出账面价值，这个结果证明那些人对资本进行了很明智的利用。在所有的情况下我们可以明显看出的是，把账面价值当做内在价值的指标没有任何的意义。

然而，真正起作用的是内在价值——这个数字表示，理性地看，我们所有的商业要素值多少钱。在理想的情况下，这个数字可以通过提取一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司未来所有的现金流，即现金流入和流出，并且按照当前的利率进行贴现来得出。通过这种方式进行的估值，就会使所有的公司，从马鞭的生产者到手机的运营商，在经济上具有可比性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录G

格雷厄姆－多德村的超级投资人

编者说明：本文是一篇经过编辑后的演讲稿，这是巴菲特于1984年在哥伦比亚大学纪念由本杰明·格雷厄姆和戴维·多德所撰写的《证券分析》发表50周年的庆典上所发表的演讲。在《证券分析》这部特别的著作中首先被提出来的概念，后来在《聪明的投资人》中得到了进一步的阐述。巴菲特在这篇演讲稿中，奉献了他关于格雷厄姆的弟子怎样应用格雷厄姆的价值投资法在股票市场上取得非凡成就的令人着迷的研究成果。

格雷厄姆和多德的“寻找与价格有关的带有明显的安全边际的价值”的证券分析方法过时了吗？今天很多编写教科书的教授说，是的。他们的理由是，股票市场是有效的市场，也就是说，股票的价格反映了公司基本面以及经济状况中的所有问题。这些理论家认为，没有任何被低估的股票，因为我们有聪明的证券分析师，他们应用所有可以得到的信息来保证完全可靠的适当的价格。那些似乎年复一年都击败了市场的投资人只是运气太好。“如果价格全面反映出所有可以得到的信息，这种类型的投资老手早就出局了。”当今的一本教科书作者如是说。

那或许可能吧。但是，我想告诉你们有一组投资人，他们年复一年，每年都战胜了标准普尔500指数。那种认为他们做到这一点靠的纯粹是机会的假设，至少是值得我们进行检视的。对于这次检视，至关重要的一点是这样一个事实，这些赢家都是我非常熟悉的人，而且在过去就被认定是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀的投资人，最近的一次有据可查的确认出现在15年之前。要是没有这个条件，也就是说，如果我只是在最近成千上万的记录中挑选出几个名字并在今天早上提供给大家的话，我会告诉大家没必要再继续往下看了。我还要说明的一点是，所有的这些记录都是已经经过审计的。而且我还要再说明一点，我认识很多与这些经理人共同投资的人，这些参与者在这些年中收到的支票与记录中的数据是吻合的。

我认为，我们已经通过相同的智力源起鉴别出来的投资团体是值得研究的。顺便提一句，尽管有这么多对这些变量，比如价格、交易量、季节性、资本规模等对股票表现产生影响的变量的学术研究，但是没有证据表明学术界对研究以价值为导向的赢家不同寻常地集中的情况表现出了丝毫的兴趣。

我通过回头看1954~1956年间在格雷厄姆-纽曼公司工作的我们的4人团队来开始我对这个结果的研究。只有4个人——我没有从成千上万的名字中刻意进行挑选。在我上过本杰明·格雷厄姆的课后，我曾经向他提出，我什么也不要，只希望能够去格雷厄姆-纽曼公司工作，但是他拒绝了我，因为估值过高了。他对待价值这个东西是非常严肃的！在我不厌其烦的纠缠之下，他最终雇用了我。那里有3个伙伴，我们4个人处于“贫农”的水平。我们4个人都在1955~1957年间离开，公司在此期间停业，而重新找到另外3个人当时的记录还是有可能的。

第一个例子（见表1[①]）是沃尔特·施洛斯的成绩。沃尔特从来没有上过大学，但是在纽约金融研究所听过本杰明·格雷厄姆的夜校讲座。沃尔特在1955年离开了格雷厄姆-纽曼公司，而且在28年的时间内取得了如此骄人的成绩。这是亚当·史密斯在听到我告诉他有关沃尔特的情况后在1972年出版的《超级货币》(*Supermoney*)一书中对沃尔特的评述：

① 巴菲特提到的表格参见《聪明的投资人》一书，这些表格没有被复制在这里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他与有用的信息没有关系，也无法接近接近那些信息。现实中，华尔街没有谁认识他，而且他也得不到任何的指点。他在电话本里找到号码，然后打电话去索要年报，仅此而已。

在介绍我（跟沃尔特认识）的时候，我记得沃伦也描述说："他从来没有忘记他管理着其他人的资金，而这种想法进一步强化了他本来就很强的规避损失的意识。"他对自己有着完全客观而现实的认识。对于他来说，资金是真实的，股票也是真实的——而且，从这一点出发，他就形成了对"安全边际"原则的认识。

沃尔特的投资的多元化程度非常高，目前拥有超过 100 只股票。他知道怎样鉴别那些以比其价值低很多的价格被出售给个人所有者的股票。而且他所做也就是如此而已。他不担心当时是不是 1 月，也不担心当时是不是星期一，他不考虑当年是不是选举年。他只是说，如果一个企业值每股 1 美元，而我能够以每股 40 美分购买，那么某种好事就可能发生在我身上。而且他一次又一次这样做了。他拥有的股票比我多——而且对公司的基本面特征的兴趣远不如我；我似乎对沃尔特没有太多的影响。这是他的优势之一；没有人能够对他产生多大影响。

第二个例子是汤姆·纳普，他也在格雷厄姆-纽曼公司跟我一起工作过。纳普在战前是在普林斯顿大学学化学；从战场上回来之后，他迷上了游泳。随后在某一天，他上了戴维·多德在哥伦比亚大学举办的有关投资的夜校课程。纳普在没有学分的情况下依然选择了这门课，而且他对这个专业如此着迷，从上这门课程发展到被录取为哥伦比亚大学商学院的学生，并在这里获得了MBA学位。他再次选了多德的课程，而且也选了本杰明·格雷厄姆的课程。顺便提一句，35 年之后，我给纳普打电话确认我在这里所提到的某些事实，而我发现，他又再次躺在海滨的沙滩上了。与过去唯一的不同是，现在他拥有了这片海滩。

1968 年，汤姆·纳普和埃德·安德森，也是格雷厄姆的弟子，与另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外一个或者两个拥有类似追求的人组建了特威迪 · 布朗合伙公司。他们的投资成果见表 2。特威迪 · 布朗合伙公司用非常广泛的多元化投资建构了这个记录。他们偶尔会购买公司的控股权，但是被动投资的记录与控股投资的情况相差无几。

表 3 描述的是这个团队的第三名成员的成绩，他在 1957 年建立了巴菲特有限合伙公司。他干得最漂亮的事情是在 1969 年退出。从那以后，从某种程度上看，伯克希尔 · 哈撒韦在某些方面是这个合伙企业的延续。

我无法提供一个让我觉得能够对伯克希尔的投资管理水平进行公平测试的单一指标。但是我认为，无论你们以什么方式来比较，结果应该都是能够令人满意的。

表 4 所显示的是红杉基金的记录，这个基金由我于 1951 年在本杰明 · 格雷厄姆的课上认识的一个人，比尔 · 鲁安管理。在离开哈佛商学院之后，他去了华尔街。随后，他意识到，他需要获得真正的商业教育，所以他来哥伦比亚大学选了格雷厄姆的课程，也就是在这个课堂上，我们于 1951 年年初认识了。从鲁安在 1951~1970 年间的投资记录看，他投资的金额相对较小，但是业绩要远好于平均水平。当我关闭巴菲特有限合伙公司的时候，我问鲁安，他是否能够建立一个基金来处理我们公司所有合伙人的事务，于是他建立了红杉基金。他是在一个令人感到恐怖的时间建立了这个基金——当时正好是我退出的时候。他直接进入二板市场，面临着所有以价值为导向的投资人在进行业绩比较时会遭遇的全部困难。我很高兴地说，我过去的那些合伙人不仅留在了他那里，而且还增加了投资金额，这相当令人惊叹，而令人高兴的结果，现在就展现在这里。

这里不牵涉任何事后诸葛亮式的问题。鲁安是我推荐给我的合伙人的唯一人选，而且当时我就说过，如果要求他每年带来比标准普尔 500 指数高 4 个百分点的回报，那将会是一个比较有把握的成绩。鲁安取得的成绩要好于这个水平，而且他是用越滚越多的资金来进行投资的。这种情况给这个目标的实现增加了难度。规模是业绩的锚。这一点是毫无疑问的。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这里并不是说，当你把规模做得更大的时候，你就无法做得比平均水平好，而是说，这里的空间缩小了。而且，如果你一直都能够做得这么好，那么总有一天，你将会管理 2 万亿美元，而这正好是美国这个经济体中股权的总价值，这时，你就不要再妄想着比平均水平做得更好了！

我应该补充的是，在我们迄今所看到的这些记录中，在整个这段时期内，这些投资组合没有出现过重复。这些人是根据价格和价值出现偏离的情况对股票进行选择，但是，他们所作出的选择具有非常大的不同。沃尔特对那些巨无霸型企业的持股量最大，比如哈德逊纸浆与造纸公司（Hudson Pulp & Paper）、杰都高地煤炭公司（Jeddo Highland Coal）、纽约暗石公司（New York Trap Rock Company）以及其他大型企业，这些企业即使是对于那些阅读金融版新闻的寻常读者来说，也都是耳熟能详的。特威迪 · 布朗合伙公司所作出的选择中，公司名称的认知度则要远低于这个水平。而另一方面，鲁安投资的都是大型企业。在这些投资组合中，重叠的可能性非常的低。这些记录所反映的，并不是一个人猜硬币，而另外 50 个人则在站他的身后高声呼喊同样的口号那样一种情况。

表 5 是我的一位朋友的记录，他是哈佛大学法律系的毕业生，建立了一家大型的律师事务所。我大约在 1960 年认识他，并且告诉他，把法律当做一项爱好是件好事，但是他应该更有作为。于是他成立了一家合伙公司，他的操作方式与沃尔特迥异。他的投资组合集中在极少数几只股票上，因而他的记录的波动幅度比较大，但依然是建立在同样的买入价比内在价值低很多的方法的基础上。他愿意接受波动更大的业绩高峰和低谷，而他恰好是一个精力更容易集中的人，这一点在他取得的成果中得到了很好的说明。顺便提一句，这个记录属于查理 · 芒格，他是长期以来与我共同经营伯克希尔公司的合伙人。然而，当他经营自己的合伙公司的时候，他的投资组合与我的以及先前我所提到的任何人的几乎都完全不一样。

表 6 是查理 · 芒格的一位好朋友，另一个非商学院科班出身的人的记录——他是南加州大学数学系的毕业生。毕业之后，他进入IBM工作，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾经做过一段时间的推销员。在我认识查理之后，查理又认识了他。这就是里克·吉林的记录。从1965年到1983年，相较于标准普尔500指数316%的收益率，里克的收益率达到了22 200%，这个成绩的取得或许正是因为他没有接受过商学院的教育，他认为这个结果具有统计学意义上的重要性。

我在这里要插个话题：以每股40美分的价格买进价值为每股1美元的企业这样的想法如果不能马上让人们接受，人们就永远不会接受，这一点对我具有非常重要的意义。这就像是预防接种。如果无法立即说服某个人，那么我发现你就算是用几年的时间跟他谈，并且给他看各种记录，也不会有任何的效果。他们就是无法领悟这个概念，无论这个概念其实是多么简单。像里克·吉林这样的人，就是没有受过正式的商学院教育，却可以立即领会价值投资法，并且在5分钟之后便加以利用。我从来不曾见过任何人，会在10年的时间之后才逐渐地信赖这种方法。它似乎和智商或学术训练无关。人们要不就是顿悟，要不就什么也不会有。

表7是斯坦·珀尔朱特的记录。斯坦是密歇根大学学习文科的学生，是一家名为博泽尔-雅各布斯（Bozell & Jacobs）的广告公司的合伙股东。我们的办公室恰好位于奥马哈市的同一幢大楼。1965年，他认为我的公司比他的好，于是他离开广告行业。斯坦也是花了5分钟就接受了价值投资的方法。

斯坦并未持有与沃尔特·施洛斯同样的股票。他也没有持有与比尔·鲁安相同的股票。这些记录都是他们独自建立起来的。但是，每一次当斯坦买进某只股票的时候，那都是因为他所获得的资金要高于他所投入的。这是他考虑的唯一问题。他既不看季度的收益计划，也不看下一年的收入预期，他不在乎当时是星期几，也不关心来自于任何地方的投资研究报告上怎么说，他对价格走向、成交量以及其他类似的变量没有任何的兴趣。他只是简单地问一个问题：这个企业值多少钱？

表8与表9是我参与的两家养老基金的记录。它们并非是从我所参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与的十几家养老基金中选择出来的；这是唯一两家我能够发挥影响力的养老基金。在这两个案例中，我指导管理层向价值导向的投资管理者转变。只有极少数的养老基金是按照以价值作为立足点的原则进行经营管理的。表 8 是华盛顿邮报公司养老基金（the Washington Post Company's Pension Fund）的记录。几年之前，管理层委托一家大型银行管理基金，而我认为，他们如果选择以价值为导向的基金管理人，应该能够做得更好。

正如你们所看到的那样，总体上，自从他们作出改变之后，基金的表现一直名列前茅。华盛顿邮报公司要求基金经理人至少要保持将 25%的资金投到债券上，而债券未必是基金经理人的投资选择。所以，我把债券投资的业绩也纳入统计之中，只是想说明这个团队在债券投资上并没有什么特别的专长。他们应该也没有这样说过。尽管有 25%的资金被投到他们并不擅长的债券领域，从而拖累了他们的投资业绩，但他们在基金管理排名中仍然名列前茅。华盛顿邮报公司的经验尽管还没有经过一个很长的市场低迷时期的考验，但是仍然足以代表 3 位基金经理的许多投资决策，而且他们选择的方向并没有被认为是错的。

表 9 是FMC公司养老基金的记录。我本人没有管理过这家基金的一分钱，但我的确在 1974 年影响了它的管理层的决策，说服他们选择以价值为导向的基金经理。在此之前，他们采取与其他大型企业相同的方式来选择基金经理。在他们转向价值投资策略之后的这段时间里，该基金的业绩目前在《贝克尔养老基金调查报告》所涵盖的同等规模基金中名列第一。去年，该基金共有 8 位任职一年以上的基金经理。其中 7 位累计获得的投资业绩好于标准普尔 500 指数。现在，FMC公司养老基金的业绩中位值与当前时期的实际业绩的净差额是 2.43 亿美元。FMC将此归功于我促成了他们在选择基金管理人的观念上的变化。这些基金经理未必会是我个人中意的选择，但他们都具有一个共同的特点，即他们都按照价值标准来选择股票。

那么，这就是 9 项来自于格雷厄姆-多德村的“掷硬币者”的记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我并没有从几千人中按照后知后觉的方式选出他们。这根本就不是我在给大家复述一长串大乐透赢家的名字那样的情况——在这些人赢得彩票大奖之前，我连他们的名字都没有听到过。我在很多年之前便根据他们的投资决策架构选定了他们。我知道他们所接受过的教育，而且也知道一些关于他们的智力、个性和脾气等其他方面的个人情况。非常重要的一点是，我们务必了解，这群人表现出了远低于平均水平的风险偏好；关于这一点，请留意他们在股市整体表现疲弱的时间段的记录。尽管他们的投资风格迥然不同，但是，这些投资人从骨子里始终恪守：永远是买进企业，而不是买进股票。他们当中的某些人有时候会买下整个企业，但是他们在更多的情况下只是购买企业的一小部分。不论是整体买进还是买进企业的一部分，他们所秉持的态度是完全相同的。他们中的有些人持有的投资组合中的股票有几十种；有些人则集中关注少数几只股票。但是，每个人都充分利用了企业的市场价格与其内在价值之间的差异。

我相信市场上存在着许多没有效率的现象。而这些格雷厄姆-多德式的投资人成功地利用了价格与价值之间的缺口。当股票价格受到华尔街的“群众”的影响，由最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人肆意驱动的时候，很难有人再说市场总是在理性地进行定价。事实上，市场价格经常是非常荒谬的。

我想说一个有关风险与回报之间关系的重要事情。在某些情况下，回报与风险之间是呈正相关的。如果有人告诉我说，“我有一支六发式左轮手枪，而且装了一发子弹。你可以任意地拨动转轮，然后扣一次扳机。如果你能够逃过一劫，我就奖赏你 100 万美元”，我一定会拒绝这项提议——或许我的理由是 100 万美元太少了。然后，他可能建议将奖赏提高到扣两次扳机得 500 万美元——这便是回报与风险之间呈正相关的情形！

在进行价值投资的过程中，情况正好相反。如果你以每股 60 美分买进价值每股 1 美元的公司股票，其风险便大于以每股 40 美分买进的情况下的风险，但是后者的回报预期要更高。回报的潜力越高，风险就越低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举一个简单的例子：1973 年，华盛顿邮报公司以 8 000 万美元的价格在市场上出售。这个时候，你可以将其资产卖给 10 位买家中的一位，而且价格不低于 4 亿美元，甚至还能更高。这个公司拥有《华盛顿邮报》、《新闻周刊》以及几家占有重要市场份额的电视台。同样是这些资产，其目前的价值为 20 亿美元，所以，当时愿意支付 4 亿美元的买家应该算不上是疯子。

现在，如果股价进一步下跌，致使该企业的估值从 8 000 万美元跌到 4 000 万美元，其 β 值应该也更大。对于用 β 值衡量风险的人来说，价格越低，它的风险看上去似乎就越大。这是真正的爱丽丝梦游仙境。我一直无法理解，为什么用 4 000 万美元购买价值 4 亿美元的资产，居然会比用 8 000 万美元购买时的风险更高。而且，事实上，如果你买进一组这样的股票，而且你完全清楚这个企业的估值情况，那么以 8 000 万美元的价格买进价值 4 亿美元的资产实际上没有任何风险，尤其是在分别以 800 万美元的价格买进 10 项价值 4 000 万美元的资产的情况下，其风险更低。由于这 4 亿美元不在你的掌控之下，所以你希望能够确定你是在与诚实而有适当能力的人相处，但要做到这一点，并不是一件多么困难的工作。

你也必须具备一定的知识，使你能够对企业的基本状况粗略地进行估值。但是，你不需要拥有多么精深的评价方法。这就是本杰明 · 格雷厄姆所说的拥有安全边际所包含的意思。你不应该试图以 8 000 万美元的价格购买价值 8 300 万美元的企业。你必须给自己留出相当大的安全边际。当你架设桥梁的时候，你必须坚持按承载重量为 3 万磅进行修建，但是只有重 1 万磅的卡车获准过桥。相同的原则也同样适用于投资领域。

作为结束，我想说的是，你们中的某些更加具备商业头脑的人，可能并不理解我为什么要写这篇文章。因为更多人皈依价值投资法将会缩小价值与价格之间的差距。我只能这样告诉各位，自从本杰明 · 格雷厄姆与戴维 · 多德写下了《证券分析》之后，这个秘密其实已经流传了 50 年之久，然而，在我奉行这个投资理论的 35 年间，我还没有看到出现价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资热潮的趋势。人的天性中似乎存在着偏执的特点，喜欢把简单的事情弄得复杂化。总体上，在过去的这 30 年，学术界确实为价值投资理论的传授设置了很多的障碍。这种状况很可能还将继续下去。船只将环绕地球航行，但相信地球是平的这一理论的社会仍旧繁荣昌盛。在市场上，价格与价值之间还会继续存在着巨大的偏离，而学习格雷厄姆与多德的理论的人也会继续赚钱。

如果你能够使用互联网，你或许希望阅读到包括表 1 至表 9 在内的这篇讲话稿的另一个版本（一份 1.6MB 的 pdf 文件）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录H

伯克希尔的业绩与标准普尔500指数的对比

年度变化（%）

年度	伯克希尔每股账面价值的年度变化 (1)	标准普尔500指数的年度变化 (2)	相对结果 (3)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	−11.7	32.0
1967	11.0	30.9	−19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	−8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	−14.8	19.5
1974	5.5	−26.4	31.9
1975	21.9	37.2	−15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	−7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	−13.0
1981	31.4	−5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	伯克希尔每股账面价值的年度变化 (1)	标准普尔 500 指数的年度变化 (2)	相对结果 (3)
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	−3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.31	2.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.52	1.0	−20.5
2000	6.5	−9.1	15.6
2001	−6.2	−11.9	5.7
2002	10.0	−22.1	32.1
2003	21.0	28.7	−7.7
2004	10.5	10.9	−0.4
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11.0	5.5	5.5
2008	−9.6	−37.0	27.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	伯克希尔每股账面价值的年度变化（1）	标准普尔 500 指数的年度变化（2）	相对结果（3）
年度复合收益，1965~2008 年	8.9%	11.4%	20.3%
总收益，1964~2008 年	4 267%		
	362 319%		

说明：除 1965 年和 1966 年按于 9 月 30 日结束的财年计算，以及 1967 年按结束于 12 月 31 日的 15 个月计算外，其他的数据均为公历年的数据。

从 1979 年开始，会计规则要求保险公司按照它们所持有的股票的市场价格进行估值，而不是像以前要求的按成本及市场价格当中较低者进行估值。在本表格中，伯克希尔从 1978 年开始对其经营成果进行了重新计算，以符合改变后的规则。在其他所有方面，其结果是根据原来报告过的数据计算得出。

标准普尔 500 指数的收益是税前的，而伯克希尔的数据是税后的。像伯克希尔这样的公司，如果只是简单地跟随标准普尔 500 指数的表现，以及自然产生合适的税费，那么在指数得出一个正回报的时候，其业绩将落后于标准普尔 500 指数，但是在指数得出一个负回报的时候，其业绩则领先于标准普尔 500 指数。随着时间的推移，税收成本可能会使累积的滞后变得非常明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录I

伯克希尔 · 哈撒韦公司普通股

年底的股票价格（单位：美元）

年度	A股	B股
1965	12	
1966	17	
1967	20	
1968	37	
1969	42	
1970	39	
1971	70	
1972	80	
1973	71	
1974	40	
1975	38	
1976	89	
1977	138	
1978	157	
1979	320	
1980	425	
1981	560	
1982	775	
1983	1 310	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	A股	B股
1984	1 275	
1985	2 470	
1986	2 820	
1987	2 950	
1988	4 700	
1989	8 675	
1990	6 675	
1991	9 050	
1992	11 750	
1993	16 325	
1994	20 400	
1995	32 100	
1996	34 100	1 112
1997	46 000	1 539
1998	70 000	2 350
1999	56 100	1 830
2000	71 000	2 354
2001	75 600	2 525
2002	72 750	2 423
2003	84 250	2 815
2004	87 900	2 936
2005	88 620	2 936
2006	109 990	3 666
2007	141 600	4 736
2008	96 600	3 214

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

这本书的编撰是不知不觉地于2006年4月开始的，当时我给圣路易斯华盛顿大学终身学习学院的执行董事朱迪思·施瓦茨（Judith Schwartz）写信，建议开设一门关于沃伦·巴菲特的课程。她不仅没有把这封信扔进废纸篓，而且还把它转给了哈里·埃斯蒂尔（Harry Estill）。在我与哈里和布奇·斯特本兹（Butch Sterbenz）开过几次计划会议之后，这门课程就诞生了。感谢终身学习学院的查理·穆尔（Charlie Moore），他给予了我很多的鼓励，也投入了很多的精力。我对他们所有人都心怀感激，感谢他们对这门课程的兴趣和给予的支持，当然还要感谢终身学习学院，它提供了极大的便利，感谢它的管理者和志愿者，他们为圣路易斯的老年人作出了杰出的贡献。

我感谢在过去的3年中参与本课程的所有人。他们应该为自己的参与和热情全部得A+。在每期课程的最后，我们都会用樱桃口味的可口可乐、喜诗糖果、奶品皇后冰激凌来庆祝，而这些都是巴菲特的最爱。我们真的获得了太多的乐趣。

感谢鲍勃·希雷尔、艾丽斯·阿斯林、鲍勃·莱格特和鲍勃·伦纳德，是他们帮我审阅了初稿。我真的很幸运，能够与约翰威利国际出版公司以及它的这个优秀团队签约，特别要提到的是黛布拉·英格兰德、阿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德里安娜·约翰逊、朱迪·豪沃思以及玛丽·丹尼尔罗。他们必须面对的是一个毫无经验的彻头彻尾的新手。另外，我还要感谢埃玛·哈里斯不知疲倦地做出了这部手稿最初的电子版本，还有卡丽·凯泽，她是巴菲特的一名助手，总是非常及时地回复我的电子邮件。

最后，也是最重要的，我要感谢巴菲特，在过去这3年时间里他为此投入了时间并非常慷慨地给予我大力支持。不论何时我为该课程或本书向他发邮件请教，我总是能够很快收到回复，并且经常是在发出邮件的第二天。他总是肯为我花时间，为此我心存感激。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特系列

《巴菲特教你读财报》

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著　　定价：30.00元

本书中深入浅出地介绍了巴菲特分析公司财务报表的黄金法则。学会像巴菲特一样分析公司财报，你一定能在股市中收获累累硕果！

《巴菲特法则》

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著　　定价：42.00元

这是一部独特的投资指南，参考巴菲特撰写的几十年的年度报告，详尽阐述了巴菲特的取胜策略。

《巴菲特法则实战手册》

[美] 玛丽·巴菲特 戴维·克拉克 著　　定价：29.00元

享誉国际的作家和演说家玛丽·巴菲特与著名的研究巴菲特法则的权威人士戴维·克拉克再次强强联手，著成本书，从简单概念和方程入手，层层深入地讲解了沃伦·巴菲特的致富之道。

《巴菲特传：一个美国资本家的成长》(珍藏版)

[美] 罗杰·洛温斯坦 著　　定价：49.00元

在这部奉为"投资者不可不读的投资经典"中，作者洛温斯坦以巴菲特独有的投资风格和管理方式为焦点，对他充满传奇色彩的投资策略、人生哲学和管理智慧等进行深入透彻的描述和分析。

《巴菲特教你选股》

[美] 约翰·特雷恩 著　定价：26.00元

畅销书作者约翰·特雷恩以指导巴菲特传奇生涯的重要方法为基础，对他的投资策略进行了详尽分析。该书是第一批展现沃伦·巴菲特的辉煌业绩，并试图分析他成功秘诀的书籍之一。

《巴菲特选股十招》

刘建位 著　定价：26.00元

如何决胜股市，如何"点石成金"？学习股神的投资智慧，练就"点石成金"的选股10招，就能笑傲股市，掌控财富乾坤。

《巴菲特教你买基金》

刘建位 著　　定价：28.00元

本书作者从自己多年的从业经验以及对巴菲特等投资大师的研究，给我们讲述了巴菲特的建议：长期投资指数基金。书中对指数基金的基本知识做了介绍，给出了投资指数基金的十大理由，什么钱最适合买指数基金以及了解指数基金的五大关键信息渠道。

《巴菲特基金投资6招》

刘建位 著　　定价：28.00元

本书从选择指数基金的10个标准、购买指数基金的10个省钱绝招、如何闭着眼睛买卖指数基金、如何配置指数基金投资组合等方面介绍如何投资指数基金，是一本看得懂、学得会的投资实战手册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特致股东的信

管理篇

再现投资大师管理哲学精髓
不可不读的股神管理胜经

巴菲特谈如何投资的书籍很多，但是股神的管理秘诀却常常被人忽略。本书汇集了巴菲特管理哲学的精髓，为读者勾勒出伯克希尔高度成功的管理模式。好业绩最终源于优秀的管理，相信这本书会使每个管理者受益匪浅。

——颜杰华 《哈佛商业评论》中文版主编

我们一直以为巴菲特只是个投资大师，但实际上他更是一位管理大师。他深信获得持续、稳定、高额回报的秘诀并非简单的投机或套利，而是为企业创造价值。从这本书里，您不仅能了解到巴菲特的投资思想，更重要的是，您将了解到如何让您的公司运转良好。

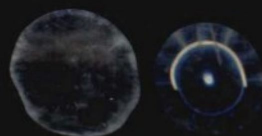
——叶坪鑫 《北大商业评论》副主编

我们应该和向巴菲特学投资一样学管理。本书精选巴菲特40年的管理原则和管理精髓，甚至他的生活哲学和思想都蕴涵其中。毫无疑问，本书是所有管理者的学习典范。

——李明伟 《中欧商业评论》主编

本书可以浓缩为一句话：投资大师的盛名掩盖了一位管理大师。股神的神话其实是管理的故事，既是管理者巴菲特的杰作，也是伯克希尔公司团队的成就。书后附录的伯克希尔公司管理和公司治理的原始文件尤其珍贵！

——慕云五 《管理学家》杂志执行主编





ISBN 978-7-5086-2215-6

www.publish.citic.com

定价：45.00元